Markus Vischer / Thomas Wehinger*

# Angemessenheit der Abfindung und Verteilung der Gerichtskosten im bundesgerichtlichen Verfahren beim Squeeze-Out-Merger

## Besprechung des Urteils 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20. September 2011 (BGE 137 III 577)

**Inhaltsübersicht**

I. Sachverhalt
II. Erwägungen und Entscheid
1. Angemessenheit der Abfindung beim Squeeze-Out-Merger
2. Verteilung der Gerichtskosten im bundesgerichtlichen Verfahren
III. Erläuterungen
1. Angemessenheit der Abfindung beim Squeeze-Out-Merger
a. Bewertung der beteiligten Unternehmen
b. Berücksichtigung weiterer relevanter Umstände
c. Prozedurale Aspekte
2. Verteilung der Gerichtskosten im bundesgerichtlichen Verfahren
IV. Bedeutung für die Praxis

## Kernsätze

1. Ausgeschlossene Gesellschafter bei einer Fusion haben Anspruch auf eine Abfindung, die dem wirklichen Wert ihrer bisherigen Anteils- und Mitgliedschaftsrechte entspricht.
2. Der wirkliche Wert der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte ist durch eine Bewertung der beiden beteiligten Gesellschaften zu ermitteln.
3. Die Bewertung ist in der Regel eine zukunftsbezogene Ertragsbewertung, verbunden mit einer aktuellen Substanzbewertung, wobei verschiedene Methoden angewendet werden können.
4. Den fusionierenden Gesellschaften kommt bei der Wahl der Bewertungsmethode und der Bewertung der relevanten Umstände ein erheblicher Ermessensspielraum zu, in welchen der Richter nur eingreifen sollte, wenn der Ermessensspielraum überschritten wird. Das ist namentlich dann der Fall, wenn falsche oder unvollständige tatsächliche Annahmen zugrunde gelegt oder anerkannte Bewertungsgrundsätze und -methoden nicht oder unzutreffend angewendet wurden.
5. Das Kostenprivileg von Art. 105 Abs. 3 FusG gilt im bundesgerichtlichen Verfahren nicht. Die Gerichtskosten werden nach dem allgemeinen Grundsatz der Kostenverteilung nach Unterliegen und Obsiegen verteilt.

## I. Sachverhalt

Am 17. Mai 2005 verkauften drei Grossaktionäre der X AG-alt insgesamt 12'412 Inhaberaktien zu einem Preis von CHF 1'200 pro Aktie an die M AG, die danach über 44,3 % des Aktienkapitals der X AG-alt verfügte. Am 4. Juli 2005 unterbreitete die M AG allen Aktionären der X AG-alt ein öffentliches Kauf-/Tauschangebot, gemäss welchem eine sich im Publikum befindende Inhaberaktie der X AG-alt mit CHF 300 Nennwert zum Bezug von drei Namenaktien der M AG mit einem Nennwert von CHF 100 zuzüglich CHF 250 in bar berechtige. Nach Vollzug des Angebots hielt die M AG insgesamt 95 % des Aktienkapitals und der Stimmrechte der X AG-alt.[1]

Am 9. September 2005 schlossen die M AG, ihre 100-prozentige Tochtergesellschaft N AG und die X AG-alt einen Fusionsvertrag. Darin wurde vereinbart, dass die N AG die X AG-alt im Rahmen einer Absorptionsfusion im Sinne von Art. 3 Abs. 1 lit. a FusG rückwirkend auf den 1. Juli 2005 übernimmt. Die M AG verpflichtete sich, zur Abfindung der Minderheitsaktionäre für eine Inhaberaktie der X AG-alt drei Namenaktien der M AG und CHF 250 in bar auszugeben. Die übernehmende Gesellschaft N AG sollte nach der vorgängigen Löschung der X AG-alt die Firma «X AG» tragen.[2]

Gleichentags erstatteten die Verwaltungsräte der beteiligten Unternehmen ihren gemeinsamen Fusionsbericht und die O AG den Bericht des gemeinsamen Prüfers. Nachdem die Generalversammlungen der Vertragsparteien der Fusion am 20. Oktober 2005 zugestimmt hatten, wurden diese sowie die Löschung der X AG-alt am

* RA Dr. Markus Vischer, LLM, Partner Walder Wyss AG; RA Thomas Wehinger, Anwalt Walder Wyss AG.

[1] Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, Sachverhalt A (in BGE 137 III 577 nicht publiziert).

[2] Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, Sachverhalt A (in BGE 137 III 577 nicht publiziert).

26. Oktober 2005 im Schweizerischen Handelsamtsblatt veröffentlicht.[3]

Am 22. Dezember 2005 reichten A und B beim Bezirksgericht Visp gegen die X AG eine Klage ein. Die Beklagte solle verpflichtet werden, den Klägern und allen übrigen ehemaligen Minderheitsaktionären der X AG-alt eine vom Gericht festzulegende angemessene Ausgleichszahlung gemäss Art. 105 FusG zu zahlen.[4]

Nach Durchführung der von den Parteien verlangten Partei- und Zeugeneinvernahmen ernannte der Bezirksrichter zwei Gerichtsgutachter und beauftragte sie gemäss den Begehren der Parteien, ein gemeinsames Gutachten zur Bewertung der M AG und der X AG-alt zu erstellen. Die Gutachter stellten ihr Gutachten dem Bezirksgericht am 2. April 2008 zu. Mit Ergänzungsbericht vom 23. Dezember 2008 beantworteten die Gutachter Ergänzungsfragen der Parteien.[5]

Am 13. März 2009 beantragten die Kläger die Einholung eines Obergutachtens und legten beim Bezirksgericht neue Belege ein.[6]

Mit Zwischenentscheid vom 1. April 2009 lehnte der Bezirksrichter die Einholung eines Obergutachtens ab und wies die von den Klägern am 13. März 2009 eingereichten Unterlagen aus den Akten. Eine Nichtigkeitsklage gegen diesen Entscheid wies das Kantonsgericht des Kantons Wallis als Kassationsbehörde mit Urteil vom 6. Mai 2010 ab.[7]

Am 6. April 2009 sandte der Bezirksrichter die Akten zur Beurteilung an das Kantonsgericht. Die Beschwerdeführer stellten in der Schlussdenkschrift die bereits am 13. März 2009 gestellten Beweisanträge nochmals. Das Kantonsgericht wies diese erneut ab.[8]

Mit Urteil vom 23. Dezember 2010 wies das Kantonsgericht die Klage ab, auferlegte die Gerichtskosten von CHF 148'000 der Beklagten und verpflichtete diese, den Klägern eine Parteientschädigung von CHF 12'000 zu entrichten.[9] Darauf erhoben die Kläger Beschwerde in Zivilsachen beim Bundesgericht. Das Bundesgericht wies die Beschwerde ab.[10]

## II. Erwägungen und Entscheid

### 1. Angemessenheit der Abfindung beim Squeeze-Out-Merger

Das Bundesgericht hält im vorliegenden Entscheid fest, dass der Richter gemäss Art. 105 Abs. 1 FusG eine angemessene Ausgleichszahlung festzusetzen habe. Bei der Bestimmung der Angemessenheit sei zu beachten, dass die bei einer Fusion ausgeschlossenen Gesellschafter entsprechend dem verfassungsmässigen Prinzip der vollen Entschädigung bei Enteignung (Art. 26 Abs. 2 BV) Anspruch auf eine Abfindung haben, welche dem wirklichen Wert der bisherigen Anteils- und Mitgliedschaftsrechte entspreche.[11]

Dieser Wert sei durch eine Bewertung der Anteilsrechte zu ermitteln, bei der Art. 7 Abs. 1 FusG analog anzuwenden sei. Demgemäss seien diesbezüglich das Vermögen der beteiligten Gesellschaften, die Verteilung der Stimmrechte sowie alle anderen relevanten Umstände zu berücksichtigen. Massgebend sei der Fortführungswert der Gesellschaften. Dieser Wert werde in der Regel aufgrund einer zukunftsbezogenen Ertragsbewertung, verbunden mit einer aktuellen Substanzbewertung, bestimmt, wobei verschiedene Methoden angewendet werden können.[12]

Den fusionierenden Gesellschaften komme bei der Wahl der Bewertungsmethoden und der Bewertung der relevanten Umstände aber ein erheblicher Ermessensspielraum zu. Die Abfindung sei erst dann nicht mehr angemessen, wenn der eingeräumte Ermessensspielraum überschritten werde. Dies treffe namentlich dann zu, wenn die Abfindung auf falschen oder unvollständigen tatsächlichen Annahmen beruhe oder anerkannte Bewertungsgrundsätze und -methoden nicht oder unzutreffend angewendet würden.[13]

---

[3] Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, Sachverhalt A (in BGE 137 III 577 nicht publiziert).

[4] Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, Sachverhalt B (in BGE 137 III 577 nicht publiziert).

[5] Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, Sachverhalt B (in BGE 137 III 577 nicht publiziert).

[6] Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, Sachverhalt B (in BGE 137 III 577 nicht publiziert).

[7] Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, Sachverhalt B (in BGE 137 III 577 nicht publiziert).

[8] Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, Sachverhalt B (in BGE 137 III 577 nicht publiziert).

[9] Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, Sachverhalt B (in BGE 137 III 577 nicht publiziert).

[10] BGE 137 III 577, E. 8.1.

[11] Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, E. 5.4 (in BGE 137 III 577 nicht publiziert); mit Hinweisen auf: Mark Mauerhofer, Squeeze-Out Merger, Bern 2009, 136 f.; ZK FusG-Burckhardt, Art. 8 N 15; Vogel/Heiz/Behnisch, Fusionsgesetz, Zürich 2005, Art. 8 N 16; SHK FusG-Glanzmann, Art. 8 N 2; Reto Sanwald, Austritt und Ausschluss aus der AG und GmbH, Zürich/St. Gallen 2009, 456.

[12] Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, E. 5.4 (in BGE 137 III 577 nicht publiziert); mit Hinweisen auf: BGE 136 III 209 E. 6.2.2.–6.2.5; BSK FusG-Dubs, Art. 105 N 15 und 21; ZK FusG-Meier-Dieterle, Art. 105 N 10; ZK FusG-Burckhardt, Art. 7 N 34; SHK FusG-Glanzmann, Art. 7 N 11; Botschaft zum Fusionsgesetz vom 13.6.2000, BBl 2000, 4401, Ziff. 2.1.2.2.

[13] Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, E. 5.4 (in BGE 137 III 577 nicht publiziert); mit Hinweisen auf: Botschaft zum Fusionsgesetz vom 13.6.2000, BBl 2000, 4401 und 4404, Ziff. 2.1.2.2; Peter Böckli, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl. 2009, § 3 N 86 ff. und 259; Niccolo Gozzi, Schutz der Aktionäre bei Fusion und Spaltung gemäss Fusionsgesetz, Zürich/St. Gallen 2009, 260; Mauerhofer (FN 11), 138; Sanwald (FN 11), 456 f.; Matthias Ammann, Die Verletzung der Kontinuität der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte und deren Ausgleichung nach Art. 105 FusG, Norderstedt 2007, 83 f. und 87 f.; Piera Beretta, Strukturanpassungen, in: SPR VIII/8,

Zur Prüfung dieser Fragen haben die Gerichte regelmässig mit diesen Grundsätzen und Methoden vertraute gerichtliche Gutachter beizuziehen. Bei der Prüfung dieser Gutachten habe sich der Richter zurückzuhalten und solle nicht sein Wissen über das Fachwissen des Gutachters stellen. Er solle sich im Allgemeinen auf die Prüfung von offensichtlichen Widersprüchen in den Gutachten beschränken. Bei der Prüfung der Anwendung von Bewertungsmethoden könne der Richter etwa beurteilen, ob der Gutachter eine Methode gewählt habe, die nachvollziehbar, plausibel und anerkannt sei. Auch die in vergleichbaren Fällen verbreitete Anwendung einer Methode, die begründetermassen besser oder mindestens ebenso bewährte Verwendung einer anderen Methode und die Berücksichtigung des Einzelfalls könne der Richter prüfen. Zum Nachweis dieser Kriterien solle ein Gutachter soweit als möglich auf Belegstellen in der Fachliteratur verweisen.[14] Im vorliegenden Fall habe das Gericht die angewendete Bewertungsmethode überprüft und eine Ermessensüberschreitung liege nicht vor.

## 2. Verteilung der Gerichtskosten im bundesgerichtlichen Verfahren

Die Gerichtskosten werden in der Regel der unterliegenden Partei auferlegt. Die Kosten können aber auch anders verteilt werden, wenn die Umstände es rechtfertigen (Art. 66 Abs. 1 BGG).[15]

Das Bundesgericht hält fest, dass es fraglich sei, ob im vorliegenden Fall solche Umstände vorlägen, weil gemäss Art. 105 Abs. 3 FusG bei Überprüfungsklagen grundsätzlich der übernehmende Rechtsträger die Kosten des Verfahrens trage. Die Kostenfolge zulasten der übernehmenden Gesellschaft stelle ein Korrektiv dafür dar, dass das Urteil nach Art. 105 Abs. 2 FusG Wirkung für alle Gesellschafter habe, die sich in der gleichen Rechtsstellung wie der Kläger befänden, und sich der Streitwert deshalb nach dem Betrag richte, den die beklagte Gesellschaft im Fall ihres Unterliegens sämtlichen Gesellschaftern zu bezahlen hätte. Ein Kläger müsse damit auch die Rechte der nicht klagenden Gesellschafter verfolgen, wodurch sich der Streitwert massiv erhöhen könne und das Kostenprivileg rechtfertige. Das Bundesgericht hält fest, dass es bisher offen gelassen habe, ob die Kostenregelung von Art. 105 Abs. 2 FusG auch im Verfahren vor dem Bundesgericht gelte.[16]

Nach seiner Rechtsprechung bezüglich Klagen aus aktienrechtlicher Verantwortlichkeit gelte die aus Art. 759 Abs. 2 OR abgeleitete Kostenregelung grundsätzlich nur im erstinstanzlichen Verfahren, nicht jedoch vor zweiter oder dritter Instanz. Die Lehre lehne die analoge Anwendung dieser Rechtsprechung auf die Überprüfungsklage gemäss Art. 105 FusG ab.[17]

Allerdings habe der Gesetzgeber die Kostenfolgen im kantonalen und bundesgerichtlichen Verfahren insoweit unterschiedlich geregelt, als er in Art. 114 ZPO für bestimmte Klageverfahren aus sozialpolitischen Gründen auf kantonaler Ebene Gebührenfreiheit und auf bundesgerichtlicher Ebene eine reduzierte Kostenpflicht vorsehe (Art. 65 Abs. 4 BGG). Eine entsprechende Differenzierung rechtfertige sich gleich wie bei der Klage nach Art. 759 Abs. 2 OR auch bezüglich der Überprüfungsklage nach Art. 105 FusG, da deren Erfolgsaussichten vor erster Instanz wesentlich schwieriger zu beurteilen seien als die Aussichten einer Beschwerde vor Bundesgericht, da die erste Instanz in der Regel eine Klärung durch einen Gutachter vornehmen lassen müsse und das Bundesgericht nur eine beschränkte Prüfungskognition habe. Zudem entfielen im bundesgerichtlichen Verfahren die unter Umständen erheblichen Kosten für die Beweiserhebungen, weshalb auch das Kostenrisiko kleiner sei. Demnach könne nicht allgemein gesagt werden, bei Klagen gemäss Art. 105 Abs. 1 FusG würden sich die Prozesskosten für Beschwerden vor Bundesgericht prohibitiv auswirken.[18]

Dies führe dazu, dass die Kostenregelung von Art. 105 Abs. 3 FusG nicht im Verfahren vor Bundesgericht gelte. Die Kosten des bundesgerichtlichen Verfahrens seien den Parteien deshalb nach dem allgemeinen Grundsatz der Kostenverteilung nach Unterliegen oder Obsiegen aufzuerlegen.[19]

---

Basel 2006, 162 f.; Daniel Emch, System des Rechtsschutzes im Fusionsgesetz, Bern 2006, 153; BSK FusG-Dubs, Art. 105 N 17; Vogel/Heiz/Behnisch (FN 11), Art. 105 N 4; ZK FusG-Meier-Dieterle, Art. 105 N 10; von der Crone/Gersbach/Kessler/Dietrich/Berlinger, Die Klagen des Fusionsgesetzes, Zürich 2004, 156; SHK FusG-Bürgi/Glanzmann, Art. 105 N 6 und 8.

14 Urteil 4A_96/2011 des Bundesgerichts vom 20.9.2011, E. 5.4 (in BGE 137 III 577 nicht publiziert); mit Hinweisen auf: Urteil 4C_363/2000 des Bundesgerichts vom 3.4.2001, E. 3b; Beretta (FN 13), 163; Emch (FN 13), 155 f.

15 BGE 137 III 577, E. 8.2.

16 BGE 137 III 577, E. 8.2; mit Hinweisen auf: Urteil 4A_440/2007 des Bundesgerichts vom 6.2.2008, E. 1.1.2 und 3 (in BGE 134 III 255 nicht publiziert).

17 BGE 137 III 577, E. 8.3; mit Hinweisen auf: Urteil 4C_155/1998 des Bundesgerichts vom 15. Oktober 1998, E. 4c, publiziert in SJ 1999 I 349 f.; BGE 125 II 138 E. 2c; Böckli (FN 13), § 3 N 264; Emch (FN 13), 167; Gozzi (FN 13), 275; Ammann (FN 13), 193; Beretta (FN 13), 171; Matthias Maurer/Hans Caspar von der Crone, Prozesskostentragung bei der Überprüfungsklage nach Art. 105 FusG, SZW 2010, 79.

18 BGE 137 III 577, E. 8.4; mit Hinweisen auf: Urteil 4C_386/2002 des Bundesgerichts vom 12.10.2004, E. 6 (in BGE 131 III 38 nicht publiziert), aber in: SJ 2005 I 380 f.; Urteil 4C_324/2001 des Bundesgerichts vom 7.2.2002, E. 5 (in BGE 128 III 142 nicht publiziert), aber in: SJ 2002 I 378.

19 BGE 137 III 577, E. 8.5.

## III. Erläuterungen

### 1. Angemessenheit der Abfindung beim Squeeze-Out-Merger

#### a. Bewertung der beteiligten Unternehmen

Das Bundesgericht bekennt sich im Einklang mit der neueren Betriebswirtschaftslehre dazu, dass Unternehmen im Regelfall mittels eines zukunftsbezogenen Ertragswertverfahrens zu bewerten sind, um deren (im Rahmen eines Squeeze-Out-Merger[20] relevanten) wirklichen Wert[21] zu ermitteln.[22] Dabei lässt es zu Recht einen Methodenpluralismus zu, welcher in Bezug auf die Überprüfung des Fusionsvertrages und des Fusionsberichts nach Art. 15 Abs. 4 lit. c und lit. d FusG auch gesetzlich verankert ist.[23] Allerdings lässt das Bundesgericht ein Hintertürchen offen, indem es betont, das zukunftsbezogene Ertragswertverfahren sei mit einer aktuellen Substanzbewertung zu verbinden, womit es etwas in sein altes Denkmuster zurückfällt, das dazu tendiert, der Substanzwertbewertung von Unternehmen ein zu grosses Gewicht zu geben.[24]

Im Vordergrund stehen heute bei den zukunftsbezogenen Ertragswertverfahren (mit dem Fokus auf zukünftigen und nicht vergangenen Erträgen) vor allem Discounted-Cashflow-Verfahren.[25] Diese lagen auch den Bewertungsgutachten im konkreten Fall zugrunde und gaben Anlass zu dem auch im bundesgerichtlichen Verfahren ausgetragenen Streit um die sogenannte Marktrisikoprämie, einem Parameter des bei jedem Discounted-Cashflow-Verfahren wichtigen Kapitalisierungssatzes.

Das Bundesgericht hält zu Recht fest, dass beide beteiligten Unternehmen zu bewerten sind, also nicht nur die übertragende Gesellschaft, sondern auch die übernehmende Gesellschaft. Bei einem Squeeze-Out-Merger in der Form einer Dreiecksfusion (*triangular merger*) mit (teilweiser) Abfindung der Gesellschafter der übertragenden Gesellschaften mittels Anteilen der Muttergesellschaft der übernehmenden Gesellschaft,[26] ist daher auch die Gesellschaft, deren Anteile an die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft gehen, also im vorliegenden Fall die Muttergesellschaft der übernehmenden Gesellschaft, zu bewerten.

Zu berücksichtigen ist dabei, dass bei der Bewertung der beteiligten Unternehmen grundsätzlich das genau gleiche Bewertungsverfahren anzuwenden ist. Abweichungen, also die Anwendung unterschiedlicher Bewertungsverfahren auf verschiedene Unternehmen, sind ausnahmesweise bei Vorliegen sachlicher Gründe zulässig. Ein solcher sachlicher Grund ist beispielsweise die weitgehende oder grundsätzliche Verschiedenartigkeit der Geschäftstätigkeiten der beteiligten Unternehmen,[27] nicht dagegen, dass eines der beteiligten Unternehmen börsenkotiert ist. Bei solchen börsenkotierten Unternehmen darf nicht einfach auf den Börsenkurs abgestellt werden,[28] was auch im konkreten Fall nicht gemacht wurde.

Die Bewertungen der beteiligten Unternehmen sind auf den Zeitpunkt des Abschlusses des Fusionsvertrages vorzunehmen.[29] Die Vorinstanz liess die Frage offen, ob auf diesen Zeitpunkt oder auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Generalversammlung der Gesellschaft abzu-

---

[20] Zum Begriff z.B. Böckli (FN 13), § 3 N 198 ff.; Markus Vischer/Urs Gnos, Erfahrungen mit dem Fusionsgesetz, AJP 2006, 791, insbesondere FN 80 (erläutert am Beispiel der im konkreten Fall zur Diskussionen stehenden Transaktion).

[21] Zum in Einzelbereichen durchaus kontroversen Begriff des wirklichen Werts, der auch in Art. 685b OR («escape clause») vorkommt, z.B. Böckli (FN 13), § 6 N 221 ff.

[22] Für Nachweise z.B. Markus Vischer, Schaden und Minderwert im Gewährleistungsrecht beim Unternehmenskauf, SJZ 2010, 132.

[23] Zum vom Bundesgericht angewendeten Methodenpluralismus bei der Unternehmensbewertung siehe auch: Urteil 4C_363/2000 des Bundesgerichts vom 3.4.2001, E. 3b; BGE 121 III 152, E. 3c; BGE 120 II 259, E. 2a.

[24] Zur diesbezüglichen Kritik an der bundesgerichtlichen Praxis z.B. Vischer (FN 22), 133, welche das Bundesgericht im Urteil 5A_387/2010, E. 5.2.3, an sich aufnahm; siehe auch Böckli (FN 13), § 3 N 87, mit einem Plädoyer für die sogenannte Praktikermethode, einer Kombination von Ertrags- und Substanzbewertung, «in einer aktualisierten Variante» mit Betonung der Berücksichtigung nur von absehbaren Trends beim Ertragswert, wobei Böckli aber betont, dass der «Substanzwert … als alleiniger Gesichtspunkt einer Unternehmensbewertung … meist völlig ungeeignet» ist.

[25] Dazu z.B. Urs Gnos/Markus Vischer, Erfahrungen mit dem Fusionsgesetz 2007-2010, AJP 2011, 404; Josef Merhai, Le processus d'évaluation en droit commercial et en droit fiscal – de la diversité vers la cohérence, GesKR 2010, 334; Böckli (FN 13), § 3 N 87; Charlotte Wieser, Offenlegung eines Bewertungsgutachtens im Rahmen einer Klage auf Überprüfung des Umtauschverhältnisses – Besprechung von BGE 134 III 255, GesKR 2008, 264 f.; Vischer (FN 22), 132; Roger Groner, Barabfindungsfusion (Cash Out Merger), SJZ 2003, 395 f.; zu den Gefahren von Discounted-Cashflow-Verfahren insbesondere bei der Bewertung von einzelnen Aktien und Minderheitspaketen und von nicht kotierten Gesellschaften z.B. Böckli (FN 13), § 3 N 87a und § 6 N 226 ff.

[26] Zum Begriff und zur Zulässigkeit der Abfindung nicht in Geld, sondern mittels anderen marktfähigen Vermögenswerten wie Aktien an einer börsenkotierten Gesellschaft, insbesondere der Aktien der börsenkotierten Muttergesellschaft z.B. Gnos/Vischer (FN 25), 409; Böckli (FN 13), § 3 N 201a ff.; Vischer/Gnos (FN 20), 791 f. (erläutert am Beispiel der im konkreten Fall zur Diskussionen stehenden Transaktion).

[27] Zum Ganzen Gnos/Vischer (FN 25), 405; Yves Schneller, Die Organe der Aktiengesellschaft bei der ordentlichen Fusion, Zürich/St. Gallen 2006, 76; von der Crone/Gersbach/Kessler/Dietrich/Berlinger, Das Fusionsgesetz, Zürich/Basel/Genf 2004, N 140; Lukas Glanzmann, Die Kontinuität der Mitgliedschaft im neuen Fusionsgesetz, AJP 2004, 142; Urs Schenker, Die Fusion, AJP 2004, 776; ZK FusG-Burckhardt, Art. 7 N 28; siehe auch Böckli (FN 13), § 3 N 84 und 87, der die Verwendung verschiedener Methoden nur in Ausnahmefällen zulässt, namentlich wenn dies für die Unternehmensbewertung «absolut unerlässlich» ist.

[28] Unklar BGE 92 III 20, E. 3; zur gleichen Problematik im Rahmen von Art. 685b OR («escape clause»).

[29] Z.B. Gnos/Vischer (FN 25), 403, 405; Rolf Sethe/Philipp Weber, Die Wurzeltheorie als Mittel zur Korrektur von Unternehmensbewertungen nach der Ertragswertmethode, GesKR 2010, 129; Dobler/Eugster/von der Crone, Privatrechtliche Aspekte der Ausgleichsleistungen und Abfindungen gemäss FusG, in: Festschrift für Peter Böckli, Zürich 2006, 245.

stellen sei.[30] Das Bundesgericht nahm dazu im besprochenen Urteil nicht Stellung. Zu berücksichtigen ist, dass im Regelfall den relevanten Unternehmensbewertungen ein früherer Stichtag zugrunde liegt.[31] Das hat damit zu tun, dass Unternehmensbewertungen Bilanzen voraussetzen (auch wenn die Unternehmensbewertungen gerade bei der Wahl von Ertragswertverfahren infolge des Fokus auf zukünftigen Erträgen dann zu einem grossen Grad losgelöst von diesen Bilanzen erfolgen[32]), und dass der Bilanzstichtag in aller Regel vor dem Zeitpunkt des Abschlusses des Fusionsvertrags bzw. des Beschlusses der Generalversammlung liegt. In diesem Fall ist wichtig, dass erstellt werden kann, dass es zwischen dem Bilanzstichtag und dem relevanten Stichtag zu keinen wesentlichen Veränderungen der massgebenden Bilanzen, aber auch der Bewertungen gekommen ist. Art. 11 Abs. 1 FusG lässt deshalb eine Bilanz zu, die nicht mehr als 6 Monate vor Abschluss des Fusionsvertrages[33] erstellt wurde, wenn seit dem Bilanzstichtag keine wichtigen Änderungen in der Vermögenslage der beteiligten Gesellschaften eingetreten sind.[34]

### b. Berücksichtigung weiterer relevanter Umstände

Das Bundesgericht hält zu Recht fest, dass bei der Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung nicht nur die Bewertungen der beteiligten Unternehmen massgebend sind, sondern aufgrund der analog anwendbaren Bestimmung von Art. 7 Abs. 1 FusG neben der Verteilung der Stimmrechte auch sonst alle anderen relevanten Umstände.

Dazu gehören auch verfahrensmässige Aspekte, wie etwa der Ablauf der Verhandlungen, die Machtverhältnisse anlässlich der Beschlussfassung der Gesellschafter, Interessenkonflikte in den obersten Leitungs- und Verwaltungsorganen, die Qualität und Unabhängigkeit der involvierten Gutachter oder die Natur des Umstrukturierungsverfahrens (z.B. ordentliches oder erleichtertes Verfahren).[35] Zu diesen verfahrensmässigen Aspekten zählt auch die Tatsache eines vorangehenden Erwerbs, z.B. mittels eines öffentlichen Kaufangebots an die Minderheitsaktionäre und mittels eines vor diesem liegenden Kaufs von Mehrheitsaktionären, wie im vorliegenden Fall. Unklar dabei ist, wie im Kontext der Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung beim Squeeze-Out-Merger zu verfahren ist, wenn die Abfindung beim Squeeze-Out-Merger und der im öffentlichen Kaufangebot offerierte Kaufpreis tiefer als der den Mehrheitsaktionären bezahlte Kaufpreis ist, den Mehrheitsaktionären also im Einklang mit Art. 32 Abs. 4 BEHG eine Kontrollprämie bezahlt worden ist.[36] Im vorliegenden Fall stellte sich allerdings die Frage nicht, da die Abfindung beim Squeeze-Out-Merger und der im öffentlichen Kaufangebot offerierte Kaufpreis über dem den Mehrheitsaktionären bezahlten Kaufpreis lag.[37]

Die Berücksichtigung auch verfahrensmässiger Aspekte entspricht dem allgemeinen Ansatz, dass das richtig ist, was in einem formell korrekten Verfahren zustande gekommen ist. Dieser Ansatz wird, soweit es wie hier um die Überprüfung von unternehmerischen Entscheidungen geht, gemeinhin auch als *business judgment rule* beschrieben. Die Überprüfung eines unternehmerischen Entscheids beschränkt sich mindestens vorerst auf die Einhaltung prozeduraler Regeln. Eine inhaltliche Überprüfung wird grundsätzlich nicht oder nur sehr eingeschränkt durchgeführt.[38]

### c. Prozedurale Aspekte

Die Angemessenheit der Abfindung oder des Umtauschverhältnisses kann mittels einer Ausgleichsklage gerichtlich überprüft werden (Art. 105 FusG).

Zur Erhebung einer Ausgleichsklage nach Art. 105 FusG sind alle Gesellschafter, die von der Fusion, Spaltung oder Umwandlung betroffen sind, legitimiert. Bei der Fusion und der Abspaltung sind dies sowohl die Gesellschafter des übertragenden als auch des übernehmenden Rechtsträgers. Der Gesellschafter muss aber durch den vermögensmässig mangelhaften Beschluss in seiner Gesellschafterstellung beeinträchtigt werden. Wer als Gesellschafter einer Umstrukturierung zustimmt, verwirkt das Recht, eine Ausgleichsklage zu erheben.[39]

---

[30] Urteil C1 09 58 des Kantonsgerichts Wallis vom 23.12.2010, E. 5.d) bb).

[31] Böckli (FN 13), § 3 N 93a.

[32] Böckli (FN 13), § 3 N 83.

[33] Vischer/Gnos (FN 20), 785.

[34] Zum Begriff der wichtigen Änderungen z.B. Vischer/Gnos (FN 20), 786.

[35] Siehe auch Urteil C1 09 58 des Kantonsgerichts Wallis vom 23.12.2010, E. 4.b), 5.e)cc); BSK FusG-Dubs, Art. 105 N 16.

[36] Zu dieser Fragestellung z.B. Gnos/Vischer (FN 25), 408; siehe auch Merhai (FN 25), 338 mit dem Hinweis, wonach gemäss der nach seiner Meinung herrschenden Lehre bei Relevanz des inneren Werts wie aufgrund von Art. 7 Abs. 2 FusG Kontrollprämien nicht zu berücksichtigen seien, wobei ihm entgegenzuhalten ist, dass nach Art. 7 Abs. 2 FusG nicht allein der innere Wert massgebend ist, sondern eben auch alle anderen relevanten Umstände, korrekt deshalb Böckli (FN 13), § 3 N 91c, obwohl Böckli (FN 13), § 6 N 224c und 231, insbesondere FN 438, bei alleiniger Relevanz des inneren Werts gegen die Berücksichtigung von Minderheitsabzügen bzw. Kontrollprämien ist; im Zusammenhang mit Art. 32 Abs. 4 BEHG siehe auch: Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes vom 31.11.2011, BBl 2011, 6883, Ziff. 1.2.2.3.1, in welcher der Bundesrat die Abschaffung der Kontrollprämie vorschlägt, da sie dem Prinzip der Gleichbehandlung unter Aktionären widerspreche und im europäischen Vergleich unüblich sei.

[37] Siehe Empfehlung der Übernahmekommission i.S. Gornergrat Bahn AG vom 28.6.2005, E. 4.3, abrufbar unter: http://www.takeover.ch/transactions/document/id/137, zuletzt besucht am 28.12.2011.

[38] Ralph Malacrida/Till Spillmann, Payback Time?, GesKR 2008, 356; BSK OR II-Widmer/Gericke/Waller, Art. 754 N 31a; für eine etwas weiter verstandene *business judgment rule* mit auch inhaltlichen Prüfelementen Böckli (FN 13), § 13 N 581 ff.

[39] BGE 135 III 603, E. 2.1.2; Marc Amstutz/Ramon Mabillard, Kommentar zum Fusionsgesetz, Basel 2008, Art. 105 N 18 ff.; Urs Bert-

Die Passivlegitimation ist im Gesetz nicht ausdrücklich geregelt. Aufgrund von Art. 105 Abs. 3 FusG kann aber davon ausgegangen werden, dass grundsätzlich die übernehmende Gesellschaft passivlegitimiert ist. Andere beteiligte Gesellschaften wie im vorliegenden Fall die Muttergesellschaft der übernehmenden Gesellschaft, die auch den Fusionsvertrag unterschrieb und die Abfindung schuldete, sind nicht passivlegitmiert.[40]

Art. 105 Abs. 1 FusG bestimmt weiter, dass eine Ausgleichsklage innerhalb von zwei Monaten nach der Publikation der Transaktion im SHAB anhängig gemacht werden muss.[41]

Nach der Lehre und bundesgerichtlichen Rechtsprechung trägt der Kläger die Beweislast für die Tatbestandsvoraussetzungen, also die Unangemessenheit des Umtauschverhältnisses bzw. der Abfindung, womit prozessual eine hohe Hürde gesetzt wurde.[42]

Offen und in der Lehre umstritten ist, ob die Klage gemäss Art. 105 FusG eine Gestaltungs- oder Leistungsklage ist.[43]

### 2. Verteilung der Gerichtskosten im bundesgerichtlichen Verfahren

Mit dem wohl entgegen der herrschenden Lehre gefällten Entscheid, das Kostenprivileg von Art. 105 Abs. 3 FusG – das im Übrigen nicht nur die Gerichtskosten umfasst, sondern auch die Parteientschädigung[44] – gelte im bundesgerichtlichen Verfahren nicht, bewegt sich das Bundesgericht dogmatisch auf dünnem Eis, nachdem der Kläger auch im bundesgerichtlichen Verfahren zugunsten aller betroffenen Aktionäre handelt und eine generelle Einschränkung im Gesetzestext für das bundesgerichtliche Verfahren fehlt. Es scheint, dass das Bundesgericht wie in BGE 135 III 603 ff. auch hier mit etwas verdeckter Begründung nach dem Grundsatz «Wehret den Anfängen» handelte, um einen weiteren Riegel gegen ein wie in Deutschland verbreitetes «Berufsklägertum» zu schieben.[45]

## IV. Bedeutung für die Praxis

Auswirkungen wird das Urteil neben dem Bekenntnis zur Bedeutung von zukunftsgerichteten Ertragswertverfahren zur Bewertung von Unternehmen v.a. im Bereich der Verteilung der Gerichtskosten im bundesgerichtlichen Verfahren haben. Die Kläger, die von ihnen nach Art. 105 FusG eingeleitete Verfahren vor den kantonalen Instanzen verloren haben, werden sich deshalb in Zukunft sehr genau überlegen müssen, ob sie den letztinstanzlichen kantonalen Entscheid an das Bundesgericht weiterziehen sollen oder nicht.

---

schinger, Die Klagen gemäss Fusionsgesetz – ein Überblick, AJP 2004, 841; BSK FusG-Dubs, Art. 105 N 40 ff.; Glanzmann (FN 27), 154; a.A. Caroline Hirsiger, Der Schutz der Gesellschafter, Gläubiger und Arbeitnehmer bei der Fusion von Kapitalgesellschaften nach schweizerischem und europäischem Fusionsrecht, Zürich 2006, 331 f.; ZK FusG-Meier-Dieterle, Art. 105 N 13.

40 Gozzi (FN 13), 264 f.; Amstutz/Mabillard (FN 39), Art. 105 N 22 ff.; differenzierend: Bertschinger (FN 39), 841; a.A. BSK FusG-Dubs, Art. 105 N 43 f.

41 Z.B. Amstutz/Mabillard (FN 39), Art. 105 N 28; Jean-Luc Chenaux, Coopération et fusion d'entreprises, 2005, 144; Glanzmann (FN 27), 153; zur Frage ob eine Klage schon vor Veröffentlichung im SHAB eingereicht werden kann: Hirsiger (FN 39), 333 f.

42 BGE 134 III 255 E. 2.4; Frank Gerhard/Alexander Nikitine, Fusion – Angebotspflicht – Opting-out, GesKR 2011, 183; Irène Schilter/Hans Caspar von der Crone, Beweisedition und Geheimnisschutz im Überprüfungsverfahren nach Art. 105 FusG, SZW 2008, 443 f.; Dobler/Eugster/von der Crone, (FN 29), 254; Karin Eugster, Die Überprüfung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte nach Art. 105 FusG, Zürich/St. Gallen 2006, N 370 ff.; Hirsiger (FN 39), 329.

43 Z.B. Böckli (FN 13), § 3 N 256, 261a m.w.H.

44 Amstutz/Mabillard (FN 39), Art. 105 N 42; Ammann (FN 13), N 362; Beretta (FN 13), 171; Emch (FN 13), 166; Eugster (FN 42), N 421; BSK FusG-Dubs, Art. 105 N 47; SHK FusG-Bürgi/Glanzmann, Art. 105 N 23.

45 Zu dieser Interpretation von BGE 135 III 603 ff.; Maurer/von der Crone (FN 17), 85.