

Minderheitsaktionäre und Going Private

Welche Schutzmechanismen bestehen?

Von Rolf Watter*

Wird eine von einem Hauptaktionär kontrollierte Gesellschaft durch Fusion oder Übernahmeangebot übernommen und dekotiert, sind die Interessen der Minderheitsaktionäre gefährdet. Während sich im künftigen Fusionsgesetz ein spezieller Schutzmechanismus findet, steht dem Aktionär im geltenden Schweizer Recht allenfalls eine Verantwortlichkeitsklage gegen den Verwaltungsrat zur Verfügung; eine Anfechtungsklage hat nach Ansicht des Autors kaum Erfolgsaussichten. (Red.)

In jüngster Zeit haben sich publizitätsträchtige Fälle zugetragen, bei denen ein Hauptaktionär börsenkotierte Aktien der Minderheitsaktionäre entweder mittels Fusion (z. B. Unaxis/Esec) oder Übernahmeangebot (z. B. Unigestion oder Hero) vom Markt nehmen will bzw. nahm. Gemeinsam ist diesen Fällen, dass die Minderheitsaktionäre mit der Höhe des Umtauschverhältnisses bzw. des Barangebotes unzufrieden waren. Bei Unigestion und Hero wurde das Unbehagen noch erhöht, da der Hauptaktionär mit der Dekotierung der Tochterfirma drohte: Im Fall Unaxis/Esec wurde kritisiert, dass die Minderheitsaktionäre zum Fusionsbeschluss kaum etwas zu sagen hatten.

Zwei Möglichkeiten des Auskaufs

Grundsätzlich stellt die Schweizer Rechtsordnung dem Hauptaktionär zwei Möglichkeiten zur Verfügung, wenn er eine kotierte Tochtergesellschaft von der Börse nehmen und gleichzeitig die Minderheitsaktionäre auskaufen will: Ist der Hauptaktionär selber eine kotierte Gesellschaft, kann er den Aktionären seiner Tochtergesellschaft eine Fusion vorschlagen (so geschehen bei Unaxis/Esec). Dies hat den Vorteil, dass die Minderheitsaktionäre zum «Mitmachen» gezwungen werden, da die Fusion seitens der Tochtergesellschaft einzig die Zustimmung von $\frac{1}{3}$ der anwesenden Stimmen (sowie der Kapitalmehrheit) der Generalversammlung voraussetzt, weshalb der Hauptaktionär die Fusion mit der Tochtergesellschaft in der Regel allein durchsetzen kann. Die andere Möglichkeit liegt in einem Übernahmeangebot, das meist eine Barabfindung vorsieht. Nachteil gegenüber der Fusion ist, dass jeder Aktionär einzeln zum Mitmachen gewonnen werden muss; ein zwangsweiser Auskauf ist erst möglich, wenn der Hauptaktionär 98% der Stimmen beherrscht. Um diese hohe Hürde zu nehmen, wird vom Hauptaktionär oft mit der (an der SWX relativ leicht durchsetzbaren) Dekotierung der Titel gedroht; «widerspenstige» Minderheitsaktionäre riskieren dann den (teilweisen) Verlust der Verkehrsfähigkeit der Aktien. Überdies sind institutionelle Anleger häufig reglementarisch zur Anlage in Börsenpapieren verpflichtet, was sie bei

einer solchen Ankündigung zum Verkauf zwingt. Welche Rechtsbehelfe stehen nun aber den Minderheitsaktionären in solchen Fällen offen?

Im künftigen Fusionsgesetz (FusG) ist eine spezielle Regelung vorgesehen, zwar nicht für die Dekotierung, aber für Fusionen und verwandte Tatbestände. Nach Art. 104 FusG kann das Gericht eine angemessene Ausgleichszahlung festlegen, wenn die Anteil- oder Mitgliedschaftsrechte nicht angemessen gewährt sind oder die Abfindung nicht angemessen ist. Der Fusionsbeschluss wird davon nicht berührt. Bei der Frage der Angemessenheit sind das Vermögen der beteiligten Gesellschaften, die Verteilung der Stimmrechte und «alle anderen relevanten Umstände» zu berücksichtigen (Art. 7 FusG). Entsprechendes findet man bereits heute in den USA, wo man sogenannte Appraisal Rights kennt; in Deutschland hat der Bundesgerichtshof (BGH) im aufsehenerregenden Macrotron-Urteil vom 25. 11. 02 ähnliche, richterrechtliche Klagerechte im Fall einer Dekotierung aufgestellt. Unter heutigem Recht stehen dem Minderheitsaktionär die aktienrechtliche Verantwortlichkeitsklage und eventuell die Anfechtungsklage zur Verfügung. Diese Rechtsbehelfe wurden bis heute als genügend erachtet, weshalb nicht von einer Gesetzeslücke ausgegangen werden kann, die etwa durch Voranwendung des neuen Fusionsgesetzes richterrechtlich zu füllen wäre.

Schwierige Verantwortlichkeitsklage

Mit der Verantwortlichkeitsklage gegen den Verwaltungsrat (VR) kann geltend gemacht werden, der VR habe beim Aushandeln des Fusionsvertrages die Interessen der Minderheitsaktionäre pflichtvergessen vernachlässigt bzw. – dies bei der Offerte mit Dekotierungsdrohung – bei der Verfassung der Empfehlung an die Aktionäre, das Angebot anzunehmen, und beim Beschluss, die Aktien zu dekotieren, unsorgfältig gehandelt, weshalb Schadenersatz zu leisten sei. Hauptvoraussetzungen dafür sind das Darlegen dieses Schadens (die Differenz des «richtigen» Preises zum tatsächlichen Angebot) und der Nachweis mangelnder Sorgfalt des VR, die zum schlechten Preis geführt hat. Der VR versucht sich in der Regel dagegen abzusichern, indem er sich von einer Bank oder einem Wirtschaftsprüfer eine sogenannte Fairness-Opinion geben lässt, die bestätigt, dass diese Experten aus ihrer Sicht das Austauschver-

hältnis unter finanziellen Gesichtspunkten für fair beurteilen. Dann dürfte es für den Kläger nicht nur schwierig sein, einen Schaden zu beweisen, sondern auch fast unmöglich, dem VR Unsorgfalt vorzuwerfen. Dieser darf sich in solch schwierigen Fragen nämlich auf Expertenrat verlassen, ausser die Gutachter handelten aus reiner Gefälligkeit, lehnten jedes eigene Risiko ab oder befänden sich selbst in einem Interessenkonflikt. Weiter treten VR-Mitglieder, die vom Hauptaktionär abhängig sind, oft in den Ausstand, womit die «Business Judgment Rule» angerufen werden kann, nach der ein Richter geschäftliche Entscheide nicht durch eigenes Ermessen ersetzen soll, wenn sie in einem formell korrekten Verfahren gefällt worden sind.

Ungeeignete Anfechtungsklage

Die andere Klagemöglichkeit besteht (dies aber nur bei der Fusion, ausser der Dekotierungsbeschluss sei statutarisch an die Generalversammlung delegiert) theoretisch in der Anfechtungsklage (Art. 706 OR), die nach der (stark kritisierten) Bundesgerichtspraxis allerdings subsidiär zur Verantwortlichkeitsklage ist – da diese grundsätzlich möglich ist, kann jene nur erhoben werden, falls diese Praxis geändert würde. Mit einer erfolgreichen Klage auf Anfechtung würde der Beschluss der Generalversammlung aufgehoben. Als Anfechtungsgrund kommt zunächst eine Verletzung des Gleichbehandlungsgebots in Frage; da formell jeweils alle Aktionäre gleich behandelt werden, könnte höchstens mit einer Pflicht zur materiellen Gleichbehandlung argumentiert werden, für die sich im Gesetz aber keine Anhaltspunkte finden. Weiter ist das allenfalls einklagbare Sachlichkeitsgebot in der Regel ebenfalls erfüllt, lassen sich doch ohne weiteres Kosten- und Synergievorteile für die Fusion geltend machen.

Die Anfechtungsklage ist damit für den Hauptaktionär kaum problematisch, weil ihre Gutheissung sehr unwahrscheinlich ist. Gravierend ist hingegen, dass ein Kläger hoffen kann, durch die oft sehr lange hängige Klage vom Hauptaktionär eine Entschädigung herauszupressen. Die Position des Klägers wird dadurch gestärkt, dass er vor Vollzug der Fusion eine Sperre im Handelsregister erwirken kann, zu deren Aufrechterhaltung während des Prozesses er lediglich glaubhaft machen muss, dass der ihm drohende Nachteil überwiegt und sein Hauptbegehren wahrscheinlich begründet ist. Hier ist zu hoffen, dass der Richter die Latte hoch legt und diese Massnahme zudem von der Leistung einer Sicherheit abhängig macht, damit bei einem negativen Ausgang der Klage die Gesellschaft (und damit indirekt auch ihre Aktionäre inkl. des Hauptaktionärs) für den Schaden, der durch die ungerechtfertigte Verzögerung der Fusion entsteht, entschädigt wird.

* Prof. Rolf Watter ist Titularprofessor an der Universität Zürich und Rechtsanwalt bei Bär & Karrer; er war bei keinem der im Text beschriebenen Fälle direkt involviert. Eine ausführlichere Version dieses Artikels findet sich unter www.baerkarrer.ch > Publications.