

Rolf Watter / Fabienne Perlini-Frehner\*

## In Re Appraisal of SWS Group, Inc.: Klägerisches Eigentor

### Lehren für die Behandlung von Synergien in Fusionen nach Schweizer Recht?

#### Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt
- II. Die gerichtliche Entscheidung
- III. Beurteilung unter Schweizer Recht
  1. Generell
  2. In Bezug auf die Berücksichtigung von sich aus der Fusion ergebenden Synergien

Im Februar 2018 hat der Delaware Supreme Court erstmals im Rahmen eines sog. *appraisal proceedings*, dem Pendant zur Ausgleichklage nach Art. 105 FusG, einen fairen Wert, der bedeutend unter der festgesetzten Fusionsentschädigung liegt, bestätigt. Der Entscheid dürfte den Appetit von Klägern, die geschäftsmässig solche Klagen einreichen, stark dämpfen.

Schon einleitend sei gesagt, dass ein analoger Entscheid in der Schweiz nicht denkbar ist. Der Entscheid ist aber insbesondere vor dem Hintergrund der Frage, ob, und falls ja, wie sich aus der Fusion ergebende Synergien bei der Bewertung zu berücksichtigen sind, auch hierzulande von Interesse.

#### I. Sachverhalt

SWS Group Inc. («SWS») war eine relativ kleine Bankenholdinggesellschaft, welche 1972 gegründet wurde und an der New York Stock Exchange kotiert war. SWS war im traditionellen Bankgeschäft sowie im Brokerage-Geschäft (sog. *Broker-Dealer*) tätig. Im Unterschied zu traditionellen Banken hatte SWS jedoch kaum Einlagen von Privatkunden – vielmehr stammten fast 90 % der Einlagen von Tagesgeldkonten von SWS's Brokerage-Kunden. SWS war also, wie vom CFO im Rahmen des Gerichtsverfahrens beschrieben, ein Broker-Dealer mit einer angehängten Bank.

SWS hatte verschiedene durch Immobilien in Nord-Texas gesicherte Darlehen ausstehend, deren Wert in Folge der Finanzkrise nach unten korrigiert werden musste. Zwischen 2007 und 2011 schoss der Anteil von unein-

bringbaren Aktiven der Bank von 2 % auf 6,6 %, worauf der Regulator aktiv wurde. Im Juli 2010 schlossen die Bank und der Regulator ein *Memorandum of Understanding* ab, welches gewisse Aktivitäten der Bank einschränkte und höhere Kapitalanforderungen stipulierte. Angesichts dieser verschärften Aufsicht und der Notwendigkeit, die Kapitalsituation zu verbessern, begann SWS nach Möglichkeiten zu suchen, die Bank zu rekapitalisieren.

Ursprünglich plante SWS mit Hilfe eines *fire sale* von Vermögenswerten, die Eigenkapitalsituation zu verbessern, was jedoch nicht gelang. Im Herbst 2010 führte SWS Vorgespräche mit Hilltop Holdings, Inc. («Hilltop») – welche durch die Übernahme von PlainsCapital im Jahr 2012 selbst zu einer Bankenholdinggesellschaft geworden war – worauf SWS und Hilltop ein *Non-Disclosure Agreement* («NDA») abschlossen und Hilltop mit der Due Diligence begann. SWS entschied sich auf Anraten ihrer Anwälte und Berater jedoch für ein *Public Debt Offering* und versuchte im Dezember 2010, mittels einer Wandelanleihe Kapital zu beschaffen, was aufgrund fehlender Investorennachfrage jedoch scheiterte.

Daraufhin schloss SWS mit Hilltop und Oak Hill Capital Partners, einer *Private Equity* Gesellschaft («Oak Hill»), einen Kreditvertrag («Kreditvertrag») ab, der am 29. Juli 2011 – nach Genehmigung durch die Aktionäre von SWS – vollzogen wurde. Gemäss diesem Vertrag gewährten Hilltop und Oak Hill SWS ein vorrangiges unbesichertes Darlehen in der Höhe von USD 100 Mio. zu einem Zinssatz von 8 %. Der Kreditvertrag sah zudem die Ausgabe eines *Warrant* an Hilltop und Oak Hill zum Kauf von 8'695'652 Aktien der SWS zu einem Ausübungspreis von USD 5.75 vor. Zu diesem Zeitpunkt bewegte sich der Börsenkurs der SWS leicht unter USD 4 pro Aktie. Am Tag, an dem der Kreditvertrag finalisiert wurde, schloss SWS zudem ein *Investor Rights Agreement* mit Hilltop und Oak Hill ab, welches jeder der beiden Gesellschaften das Recht einräumte, einen Verwaltungsrat bei SWS und einen sog. *Board Observer* zu ernennen. Zudem sah der Kreditvertrag verschiedene Schutzmassnahmen zugunsten von Hilltop und Oak Hill vor: So zum Beispiel gewisse *anti-takeover* Klauseln, gemäss welchen ein Verzugsfall eintreten würde,

\* Prof. Dr. iur. Rolf Watter und MLaw Fabienne Perlini-Frehner sind beide Rechtsanwältinnen bei der Bär & Karrer AG, Zürich.

sollte sich der Verwaltungsrat nicht mehr mehrheitlich aus sog. *Continuing Directors* zusammensetzen oder ein anderer Aktionär mehr als 24,9 % an SWS kaufen. Weiter war eine Zusicherung seitens SWS vorgesehen, welche SWS grundlegende Veränderungen, u.a. einen Verkauf der Gesellschaft, untersagte («Merger Covenant»). Der Kreditvertrag gestattete jedoch unter gewissen Voraussetzungen eine vorzeitige Rückzahlung des Darlehens, so zum Beispiel wenn der Aktienpreis während zwanzig von dreissig aufeinanderfolgenden Handelstagen USD 8.625 überschreiten würde. Wenn der Aktienpreis also ein solches Niveau erreichen würde, könnte ein potentieller Käufer das Darlehen vorzeitig zurückzahlen und der Merger Covenant würde wegfallen.

Ungefähr zeitgleich mit der Verhandlung und Finalisierung des Kreditvertrages ging die Sterne Agee Group, Inc. («Sterne») betreffend eine potentielle Übernahme auf SWS zu. Am 26. März 2011 machte Sterne ein freiwilliges bedingtes Übernahmeangebot für SWS zu einem Preis von USD 6.25 pro Aktie. Das Angebot wurde vom Verwaltungsrat abgelehnt. Er bezeichnete dieses als von zu vielen Bedingungen abhängig und kam zum Schluss, dass das zukünftige Potential der SWS erheblich unterbewertet wurde. Als Reaktion auf das Angebot führte SWS auch Abwehrmassnahmen ein, worauf Sterne am 28. April 2011 USD 7.50 pro SWS Aktie bot. SWS lehnte dieses Folgeangebot am 3. Mai 2011 zugunsten des Kreditvertrages ab. Der Verwaltungsrat von SWS hielt fest, dass das Angebot von Sterne spekulativ, illusorisch und Gegenstand zahlreicher Unsicherheiten und Eventualitäten und damit klar nicht im besten Interesse der SWS Aktionäre sei. Zudem war der Verwaltungsrat von SWS der Ansicht, dass das Angebot den Aktionären den langfristigen Wert ihrer Aktien entziehen würde, da der Angebotspreis unter dem Buchwert von SWS lag. Aussagen während des Prozesses haben verdeutlicht, dass Sterne ein unwahrscheinlicher Erwerber war.

Zwischen 2011 und 2014 erstellte das Management von SWS Jahresbudgets, indem von den einzelnen Bereichsleitern (häufig ambitionierte) Prognosen eingeholt und hochgerechnet wurden. Die Jahres-Prognosen wurden dann auf drei-Jahres Pläne hochgerechnet, welche davon ausgingen, dass die Jahresbudgets erreicht würden. SWS hat zwischen 2011 und 2014 ihr Budget jedoch nie erreicht.

Robert Chereck, der von Hilltop's *Board Observer* Jerry Ford rekrutiert wurde, wurde 2012 CEO von SWS. Er setzte Massnahmen um, welche 2013 zur Beendigung der regulatorischen Auflagen führten. SWS konnte das Volumen von Problemkrediten reduzieren, aber im Grossen und Ganzen lieferte die Bank enttäuschende Resultate. Der Broker-Dealer Geschäftszweig stagnierte. Aktivierte Verlustvorträge wurden abgeschrieben, weil nach mehreren Verlustjahren nicht mehr daran geglaubt werden konnte, dass die Gesellschaft rechtzeitig zurück in die Gewinnzone gelangen würde.

Im August 2013 wurde der Verwaltungsrat zunehmend ungeduldig und forderte den CEO auf, zu handeln, konkret die Kosten innert dreissig Tagen um 10 % zu senken. Per Ende 2013 waren fast alle Einsparungen im Umfang von USD 18 Mio. umgesetzt – u.a. wurden über 100 Arbeitsstellen gestrichen. Etwa zur selben Zeit führte die Bankenaufsicht ihre jährliche Prüfung durch. Im Wesentlichen wurde festgestellt, dass sich der Zustand von SWS verbessert hatte, es wurden jedoch Bedenken geäussert betreffend SWS's Fähigkeit, den Kredit von USD 100 Mio. zurückzuzahlen.

In der zweiten Hälfte 2013 gab es Gerüchte von Analysten, dass SWS ein Übernahmeziel sei und Hilltop ein «*likely fit*» für eine synergiegetriebene Transaktion wäre. Aufgrund dieser Spekulationen stieg der Börsenkurs der SWS Aktien. Die Analysten hatten Recht, denn Hilltop zog einen Kauf von SWS aktiv in Erwägung. Hilltop's *Board Observer* Jerry Ford hatte Zugang zu Informationen, die Andere im Markt nicht hatten, informierte SWS aber zu keinem Zeitpunkt über das Interesse von Hilltop. Die internen Prognosen von Hilltop zeigten, dass nach der Integration von PlainsCapital die Vorteile aus einem Kauf von SWS vor allem in der Reduktion der zentralen Verwaltungskosten lagen und weniger in SWS's eigenem Wert.

Am 9. Januar 2014 unterbreitete Hilltop ein Angebot von USD 7 pro Aktie der SWS, zahlbar zu 50 % in bar und zu 50 % in Hilltop Aktien. Der Börsenkurs von SWS betrug am 9. Januar 2014 – vor Ankündigung des Angebots und unter Berücksichtigung gewisser Fusionspekulationen – USD 6.06, und der ein-Jahres-Durchschnittskurs im Vorjahr betrug USD 5.92. SWS reagierte mit der Bildung eines *Special Committee* zur Beurteilung des Angebots. Der vom *Special Committee* beauftragte Finanzberater verlangte vom Management die Aufdatierung der aktuellen drei-Jahres-Pläne mit einer Laufzeit bis Ende 2017 (anstatt bis Ende 2016). Obwohl das Management einige Wachstumsannahmen zurückschraubte, waren die Prognosen immer noch optimistisch und gingen von einem Wachstum aus. Hilltop's Angebot von USD 7 pro Aktie wurde vom *Special Committee* als unangemessen abgelehnt. Mitglieder des *Special Committee* sagten während des Prozesses jedoch aus, dass das Angebot hohe Synergieeffekte aufwies und man lediglich versuchte, einen höheren Wert für die Aktionäre von SWS auszuhandeln.

Im Februar 2014 kontaktierte der Finanzberater des *Special Committee* sieben weitere potentielle Fusionspartner für SWS, wovon zwei Interesse bekundeten. Esposito, ein kleiner *Broker-Dealer* aus Dallas, Texas, sowie Stifel. Esposito unterbreitete ein informelles Angebot von USD 8 pro Aktie, konnte jedoch die Finanzierung nicht aufbringen und den Weg für die regulatorische Genehmigung nicht aufzeigen. Stifel bot – ebenfalls unverbindlich – USD 8.15 pro Aktie, worauf SWS und Stifel Verhandlungen über ein NDA aufnahmen. Die Verhand-

lungen gestalteten sich schwierig, aber Stifel unterzeichnete das NDA schlussendlich am 18. März 2014. Da das *Special Committee* das NDA jedoch nicht sofort gegenzeichnete, zog Stifel ihre Unterschrift am 21. März 2014 zurück.

In der Zwischenzeit erhöhte Hilltop ihr Angebot auf USD 7.50 pro Aktie mit einem Verhältnis von 25 % in bar zu 75 % in Hilltop Aktien. Am 20. März 2014, d.h. während das NDA mit Stifel noch in der Schwebe war, traf sich das *Special Committee* und beauftragte seinen Finanzberater, von Hilltop eine Erhöhung des Angebotspreises auf USD 7.75 zu verlangen. Hilltop willigte ein und die Parteien einigten sich per Handschlag. Stifel wusste nichts von diesem Handschlag-Deal und bekundete weiter Interesse zu einem über dem von Hilltop gebotenen Preis. Dies wurde am 24. März 2014 dem *Special Committee* mitgeteilt, worauf Hilltop's *Board Observer* Jerry Ford verlangte, dass der Deal mit Hilltop bis am 31. März 2014 unterzeichnet werde, ansonsten Hilltop das Angebot zurückziehen und aus dem Verwaltungsrat zurücktreten werde. Zudem kündigte Ford an, dass Hilltop nicht auf den Merger Covenant verzichten werde. Dennoch wurde mit Stifel ein NDA abgeschlossen und Stifel unterbreitete am 27. März 2014 ein nicht-bindendes Angebot von USD 8.65 pro SWS Aktie, vorbehaltlich einer Due Diligence, welche bis am 31. März 2014 durchgeführt werden sollte. Stifel hielt fest, dass der Merger Covenant das Angebot ihrer Ansicht nach nicht blockieren würde. Ob Stifel Zugang zum Datenraum erhalten hat, SWS und das *Special Committee* angemessen mit Stifel umgegangen sind und ob das Interesse von Stifel zum genannten Preis ernsthaft war, ist umstritten. Kurz vor Ablauf der Frist für die Due Diligence fragte das *Special Committee* Stifel, ob sie ihr Angebot auf USD 9 pro Aktie erhöhen würde. Stifel antwortete, dass die Due Diligence nicht zu ihrer Zufriedenheit durchgeführt werden konnte und verlangte eine Verlängerung, welche nicht gewährt wurde.

Am 31. März 2014 traf sich das *Special Committee* um das Angebot von Hilltop zu besprechen und den Verkaufsprozess zu überprüfen. Der Finanzberater präsentierte eine *Fairness Opinion*, welche die von Hilltop vorgeschlagene Transaktion als für die SWS Aktionäre fair bezeichnete. Er anerkannte auch, dass der Kreditvertrag die Möglichkeit eines Verkaufs von SWS an Dritte signifikant einschränken könnte. Das *Special Committee* betrachtete das Angebot als sehr solide und empfahl dem Gesamtverwaltungsrat dessen Annahme, dies wegen der prekären finanziellen Situation der Gesellschaft und gestützt auf die *Fairness Opinion*. Dieser fasste den entsprechenden Beschluss.

Am 21. November 2014 wurde die Fusion auch von der Generalversammlung genehmigt und am 1. Januar 2015 vollzogen. Aufgrund von Kursschwankungen der Hilltop Aktie zwischen der Ankündigung und dem Vollzug

der Fusion verringerte sich der Wert der Fusionsentschädigung auf USD 6.92 pro SWS Aktie. Noch vor der Genehmigung durch die Generalversammlung hatte Hilltop sämtliche und Oak Hill eine Mehrheit ihrer Warrants ausgeübt, wodurch insgesamt USD 87.5 Mio. Schulden der SWS beseitigt wurden.

Kurz nach Ankündigung der Fusion hatten spezialisierte Arbitrageure Aktien mit dem einzigen Zweck erworben, eine Anfechtungsklage – eine sog. *Appraisal Action* – zu finanzieren. Dabei wurden Investoren angeworben, indem ihnen versichert wurde, dass es sehr unwahrscheinlich sei, dass die Gerichte in Delaware den fairen Wert unter der Fusionsentschädigung ansetzen würden. Nachdem die Arbitrageure auf diese Weise mehrere dutzende Millionen US Dollar gesammelt hatten, kauften sie zwischen der Ankündigung und dem Vollzug der Fusion 7.4 Mio. SWS Aktien, entsprechend rund 15% der ausstehenden SWS Aktien, wobei der Durchschnittskurs der SWS Aktie in dieser Zeitspanne bei USD 7.22 lag.

## II. Die gerichtliche Entscheidung

Das Recht des Staates Delaware erlaubt, ähnlich wie Art. 105 FusG, eine Anpassung der Fusionsentschädigung. Gestützt auf § 262 des Delaware General Corporation Laws («DGCL») können Aktionäre, die der Fusion nicht zugestimmt haben, verlangen, dass das Gericht den fairen Wert der Aktien festlegt. Im Unterschied zum Schweizer Recht wirkt ein entsprechendes Urteil allerdings nicht *erga omnes*, sondern nur zugunsten – oder wie im vorliegenden Fall zulasten – der klagenden Aktionäre.<sup>1</sup> Der Richter hält zu Beginn seiner Analyse denn auch fest, dass die einzige von ihm zu beurteilende Frage «*the value of the Petitioners' shares*» sei.<sup>2</sup>

Anders als in traditionellen kontradiktorischen Verfahren obliegt die Beweislast keiner der Parteien, sondern beide Seiten haben darzulegen, weshalb der von ihnen behauptete Wert fair ist.<sup>3</sup> Der Experte der Kläger stützte seine Bewertung zu 80% auf die DCF-Methode und zu 20% auf eine Analyse mit vergleichbaren Unternehmen und kam auf einen fairen Wert von USD 9.61 pro SWS Aktie. Der Experte der Beklagten hingegen stellte bei seiner Bewertung einzig auf die DCF-Methode ab und kam auf einen Wert von USD 5.17 pro SWS Aktie.

<sup>1</sup> Vgl. hierzu auch frühere Deal Watches zu diesem Thema, insbesondere ROLF WATTER, *Ancestry Inc.: weitere Lehren für Art. 105 FusG?*, GesKR 2/2015, 267–271, wo auf S. 268 f. die relevanten Stellen von § 262 DGCL wiedergegeben sind; ROLF WATTER, *Der Dell MBO: Alles richtig gemacht und dennoch gezwungen, mehr zu zahlen?*, GesKR 2/2016, 233–237, 236.

<sup>2</sup> S. 27. Das gesamte Urteil des Delaware Court of Chancery umfasst 50 Seiten.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu WATTER, *Der Dell MBO* (FN 1), 236.

Betreffend geeigneter Bewertungsmethode hielt der Richter einleitend fest, dass der Fusionspreis im vorliegenden Fall nicht der zuverlässigste Indikator für die Bestimmung des fairen Wertes sein dürfte, insbesondere wegen des wahrscheinlichen Einflusses des Kreditvertrages bzw. des Merger Covenant auf den Fusionspreis. Vielmehr sei auf traditionelle Bewertungsmethoden abzustellen. Eine Bewertung auf Basis vergleichbarer Unternehmen, wie sie der klägerische Experte teilweise anwendete, wies der Richter zurück. Er begründete dies damit, dass die SWS aufgrund ihrer einzigartigen Struktur, Grösse und des Geschäftsmodells wenn überhaupt nur wenige Peers habe, was eine Bewertung auf der Basis vergleichbarer Unternehmen erschwere. Es sei bei der Bewertung deshalb einzig auf die DCF-Methode abzustellen.

Wie bei solchen *Appraisal* Verfahren üblich, waren sich die Experten über alle relevanten Faktoren der DCF-Methode uneinig: Bei den zu verwendenden *künftigen Cash Flows*, dem wichtigsten Faktor<sup>4</sup>, stellte der Experte der Beklagten, ohne Anpassungen vorzunehmen, auf die Prognosen des Managements ab, obwohl er diese als zu optimistisch betrachtete. Der klägerische Experte stütze sich zwar ebenfalls auf diese Management Prognosen, nahm jedoch verschiedene wesentliche Anpassungen vor und weitete die Prognosen um zwei Jahre bis Ende 2019 aus. Diese Verlängerung der Prognosen bis Ende 2019 lehnte das Gericht ab. Auch das Argument des klägerischen Experten, die Ausübung der Warrants und das dadurch freiwerdende und an die Aktionäre auszusüttende überschüssige *Regulatory Capital* müsse bei der Bewertung berücksichtigt werden, liess der Richter so nicht gelten. Er hielt jedoch fest, dass aufgrund der bereits im Herbst 2014 erfolgten Ausübung der Warrants (die Management Prognosen gingen von einer Ausübung der Warrants im Jahr 2016 aus) eine Anpassung der Zinskosten für die Jahre 2015 und 2016 angebracht sei und addierte den sich aus der Reduktion der Zinskosten ergebenden höheren Nettoertrag zu den Management Prognosen dieser beiden Jahre.

Bei der *Terminal Value Growth Rate* lagen die Experten nur gering auseinander (3 % gegen 3,35 %), wobei der Richter den höheren Wert des Experten der Beklagten übernahm. Beim *Diskontsatz* stellten beide Experten zur Berechnung der *Cost of Equity* auf das Capital Asset Pricing Model («CAPM») ab. Die Experten waren sich einig, dass die *Risk Free Rate of Return* 2,47 % betrage, lagen aber bei den anderen drei relevanten Faktoren auseinander: der Eigenkapitalrisikoprämie («ERP»; 6,21 % gegen 7 %), dem Betafaktor (1.10 gegen 1.18) sowie dem *Size Premium* (2,69 % gegen 4,22 %). Bei der ERP und dem Betafaktor übernahm der Richter den vom klä-

rischen Experten errechneten Wert, beim *Size Premium* einen Mittelweg von 3,46 %.

Gestützt auf die oben erwähnten Überlegungen kam der Richter zum Schluss, dass der faire Wert der Aktien der klagenden Aktionäre USD 6.38 betrage – und somit 19 % unter der Fusionsentschädigung bei Ankündigung der Fusion resp. 7,8 % unter der Fusionsentschädigung im Vollzugszeitpunkt liege – und die klagenden Aktionäre nur Anspruch auf diesen fairen Wert ihrer Aktien hätten. Abschliessend hielt der Richter fest, dass das Resultat nicht überraschen dürfte, da es sich um eine synergiegetriebene Transaktion handle und der Erwerber im Rahmen der Fusion eigentlich Wert an die SWS und ihre Aktionäre transferiert habe.

Der Entscheid wurde an den Delaware Supreme Court weitergezogen, welcher das Urteil des Delaware Court of Chancery in einem zweiseitigen Entscheid bestätigte. Im Resultat haben die klagenden Aktionäre für ihre SWS Aktien nicht wie die übrigen Aktionäre die Fusionsentschädigung, sondern den vom Gericht festgelegten tieferen Wert erhalten.

### III. Beurteilung unter Schweizer Recht

#### 1. Generell

Schon aus dem Wortlaut von Art. 105 Abs. 1 FusG folgt, dass ein Schweizer Gericht im Falle einer Ausgleichsklage keine unter der Fusionsentschädigung liegende Abfindung festlegen kann. Die Aufgabe des Gerichts im Falle einer Ausgleichsklage nach Art. 105 FusG ist nicht, wie unter § 262 DGCL die Festlegung des fairen Werts der Aktien, sondern die Festsetzung einer angemessenen Ausgleichszahlung. Dies setzt voraus, dass die Fusionsentschädigung zu tief angesetzt ist, wobei gemäss herrschender Lehre und Praxis eine blosser Verschlechterung der vermögens- und mitgliedschaftlichen Position eines Gesellschafters als Folge der Fusion nicht ausreicht. Vielmehr muss für eine richterliche Korrektur eine *willkürliche Beeinträchtigung* der vermögens- oder mitgliedschaftsrechtlichen Position eines Gesellschafters vorliegen.<sup>5</sup>

Ein Entscheid wie jener im Fall SWS Group wäre in der Schweiz auch vor dem Hintergrund der in Art. 105 Abs. 2 FusG enthaltenen *erga omnes*-Wirkung nicht denkbar. Während der Entscheid nach dem Recht des

<sup>4</sup> Siehe z.B. *Delaware Open MRI Radiology Assocs., P.A. v. Kessler*, 898 A.2d 290, 332 (Del. Ch. 2006).

<sup>5</sup> Siehe BGer vom 21.03.2012, 4A\_341/2011, E. 5.1.4.; Übersicht in BSK FusG-DUBS/FREHNER, Art. 105 N 17 f.; Botschaft zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 13. Juni 2000, BBl 2000, 4401; siehe zudem auch ROLF WATTER, MFW Shareholders Litigation revisited – Lehren für die Auslegung von Art. 105 FusG?, GesKR 2/2014, 251–254, 253; WATTER, Ancestry Inc. (FN 1), 270.

Staates Delaware nur die klagenden Aktionäre betrifft und somit nur diese Aktionäre «Anspruch» auf den vom Gericht festgesetzten fairen Wert ihrer Aktien haben, würde ein solches Urteil in der Schweiz Wirkung für alle Aktionäre entfalten.

## 2. In Bezug auf die Berücksichtigung von sich aus der Fusion ergebenden Synergien

Im Nachgang zum SWS-Entscheid hat sich die Auffassung verbreitet, dass der SWS-Entscheid einen neuen Ansatz betreffend die Behandlung von *Merger Synergies* signalisiere. Diese Auffassung dürfte jedoch auf einem Missverständnis beruhen – denn das Gericht hat vorliegend eine Bewertung der SWS gestützt auf die DCF-Methode vorgenommen (siehe Ziff. 2 oben), also den *Going Concern Value* dieser Gesellschaft auf *standalone*-Basis berechnet.<sup>6</sup> Damit werden Fusions synergien *per definitionem* nicht berücksichtigt. Anders bei einer Bewertung gestützt auf den Fusionspreis, der vom Delaware Court of Chancery präferierten Bewertungsmethode im Falle eines *Robust Sales Process* und unzuverlässiger Prognosen.<sup>7</sup> § 262 (h) DGCL enthält denn auch eine explizite Regelung, welche vorsieht, dass das Gericht bei der Festlegung des fairen Wertes der Aktien den Wert, der sich aus der Fusion selber ergibt, nicht berücksichtigen darf:

«(h) After the Court determines the stockholders entitled to an appraisal, the appraisal proceedings shall be conducted in accordance with the rules of the Court of Chancery, including any rules specifically governing appraisal proceedings. Through such proceeding the Court shall determine the fair value of the shares exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation, together with interest, if any, to be paid upon the amount determined to be fair value. In determining such fair value, the Court shall take into account all relevant factors. [...]»

Obwohl das DGCL damit eine Korrektur des Fusionspreises nach unten erlaubt, gerade weil Fusions synergien auszuschliessen sind, hat das Gericht im Rahmen von *Appraisal Proceedings* mit Ausnahme eines Falles noch nie eine solche Anpassung vorgenommen.<sup>8</sup>

Fest steht, dass Synergien bei jeder Transaktion eine zentrale Rolle spielen – oft sind es nur die in Aussicht stehenden Synergien, welche den Abschluss einer Trans-

aktion überhaupt rechtfertigen.<sup>9</sup> Synergien finden sich vor allem auf der Kostenseite (indem das kombinierte Unternehmen beispielsweise Produktionsstandorte schliessen oder Doppelspurigkeiten im Vertrieb abbauen kann), manchmal aber auch auf der Ertragsseite (wenn beispielsweise durch eine Kombination von Produkten ein höherer Gesamtumsatz erzielt werden kann).

Üblicherweise wird in Verhandlungen versucht, solche Synergien abzuschätzen, indem beispielsweise der Verkäufer dem Käufer das Potenzial klar macht, um einen höheren Verkaufspreis erreichen zu können. Umgekehrt wird das Management des Käufers zwar versuchen, aus verhandlungstaktischen Gründen Synergiepotentiale kleinzureden (oder dann zumindest die Kosten, die üblicherweise notwendig sind, um die Potenziale zu erreichen, stark betonen<sup>10</sup>), wird aber gegenüber dem eigenen Aktionariat (oder dem Verwaltungsrat) bemüht sein müssen, den Kaufpreis (oft die sog. «Kontrollprämie») mit dem Vorhandensein von Synergien zu rechtfertigen. So finden sich denn auch in Pressemitteilungen, mit denen Akquisitionen angekündigt werden, fast immer Angaben zu den erwarteten Synergien.

Im Unterschied zu § 262 (h) DGCL enthält das Fusionsgesetz keine explizite Regelung darüber, ob Synergien bei der Bemessung der Fusionsentschädigung zu berücksichtigen sind oder nicht. Gemäss Art. 7 Abs. 1 FusG müssen bei der Festlegung des Umtauschverhältnisses neben dem Vermögen und den Stimmrechten jedoch auch alle anderen relevanten Umstände berücksichtigt werden, wozu unter anderem die sich aus der Fusion ergebenden Synergien gehören.<sup>11</sup> Dasselbe gilt im Falle einer Barabfindung, da diese ein Surrogat für die in Art. 7 FusG behandelten Anteils- und Mitgliedschaftsrechte ist.<sup>12</sup>

Es stellt sich damit die Frage, inwieweit solche Synergien (wenn sie denn beide Parteien in etwa gleich einschätzen, was längst nicht immer der Fall ist) unter den Fusionsparteien aufzuteilen sind, damit das Austauschverhältnis bzw. die Abfindung im Sinne von Art. 105 FusG «angemessen» ist. In der Schweizer Literatur haben sich hierzu

<sup>6</sup> Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation: GAIL WEINSTEIN/PHILIP RICHTER, *Below-the-Merger-Price Appraisal Results and the SWS Decision*, 26. Juni 2017, abrufbar unter <<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/06/26/below-the-merger-price-appraisal-results-and-the-sws-decision>> (zuletzt besucht am 15. Mai 2018).

<sup>7</sup> In einigen neueren Fällen hat sich der Delaware Court of Chancery auch dann für eine Bewertung gestützt auf den Fusionspreis ausgesprochen, wenn ein sog. *Robust Sales Process* vorlag, die Prognosen jedoch zuverlässig waren (WEINSTEIN/RICHTER, [FN 6]).

<sup>8</sup> WEINSTEIN/RICHTER, (FN 6).

<sup>9</sup> Im Einzelfall gibt es natürlich auch andere, etwa strategische oder rein finanzielle Gründe (Letzteres dann, wenn der Käufer beispielsweise davon überzeugt ist, dass die Zielgesellschaft unterbewertet ist, weil der Verkäufer deren wahren Wert nicht kennt oder ein unfähiges Management Wert zerstört).

<sup>10</sup> Oft werden Synergien auch nur «netto» berechnet, als abdiskontierter Wert der künftigen Zusatzerträge minus Kosten.

<sup>11</sup> Botschaft zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz; FusG) vom 13. Juni 2000, BBl 2000 4337 ff., 4401; statt vieler BSK FusG-TSCHÄNI/GABERTHÜEL, Art. 7 N 9; Entscheid des Kantonsgerichts Graubünden PZ 07/99 vom 16. August 2007, N 6, bestätigt in BGE 134 III 255.

<sup>12</sup> BSK FusG-TSCHÄNI/GABERTHÜEL, Art. 8 N 18, m.w.H.; MARK MAUERHOFER, *Squeeze-Out Merger*, Die zwangsweise Abfindungsfusion nach Art. 8 Abs. 2 Fusionsgesetz, Diss. Bern 2009, 142; URS SCHENKER, *Die Fusion*, AJP 2004, 772–789, 775.

insbesondere VON DER CRONE et al. geäussert.<sup>13</sup> Zu unterscheiden sind aus der Perspektive von Art. 105 FusG insb. die Fusion mit Barabgeltung und Fusionen, bei denen die Aktionäre der untergehenden Gesellschaften Aktien der überlebenden Einheit als Entschädigung erhalten. Wichtig ist dies deshalb, weil nur im zweiten Fall die Aktionäre an den künftigen Synergien beteiligt bleiben (die Frage ist dann nur, ob im angemessenen Umfang). Im ersten Fall fällt der Wert der Synergien – so sie denn tatsächlich realisiert werden – einzig den Aktionären der überlebenden Gesellschaft zu.

U.E. muss für die Berücksichtigung von Synergien Folgendes gelten:

- Fusionieren zwei Unternehmen, die in einem ähnlichen Gebiet tätig sind, dürfte es im Sinne eines «safe harbors» immer angemessen sein, wenn die beiden Unternehmen nach vergleichbaren Methoden bewertet werden und daraus dann das Austauschverhältnis abgeleitet wird. Das bedeutet implizit, dass die Synergien proportional «verteilt» werden, bzw. die Aktionäre gemessen am relativen Wert «ihres» Unternehmens profitieren, wenn sich diese Synergien tatsächlich realisieren lassen.
- Verlieren umgekehrt die Aktionäre der untergehenden Gesellschaft ihre Mitgliedschaft, weil ihre Anteile bar abgegolten werden, ist es nicht angemessen, wenn die Synergien (so sich solche mit hinreichender Sicherheit realisieren lassen oder von der übernehmenden Gesellschaft ihren Aktionären gegenüber gar in Aussicht gestellt werden) gar nicht berücksichtigt werden.
- Werden Synergien nicht proportional zum Wert der Gesellschaften in die Bestimmung eines Austauschverhältnisses umgelegt, oder ist ihr Ausmass in den Verhandlungen umstritten, darf ein Richter nur dann in das Verhandlungsergebnis eingreifen, wenn das Ergebnis geradezu willkürlich erscheint.

Abgelehnt werden damit Meinungen, die etwa besagen, Synergien seien gar nicht zu berücksichtigen<sup>14</sup>, immer hälftig umzulegen<sup>15</sup> oder es komme darauf an, in welcher Unternehmung Synergien realisiert werden können.<sup>16</sup> Letzteres macht schon deshalb keinen Sinn, weil nach Fusion eine wirtschaftliche Einheit besteht und es keine Rolle spielen kann, ob Kostensynergien im ehemaligen Geschäft der untergehenden oder der überlebenden

Gesellschaft realisiert werden: Aus Aktionärssicht ist zu hoffen, dass stets dort abgebaut wird, wo die Zukunftschancen schlechter sind.

<sup>13</sup> Vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE et al., Das Fusionsgesetz, Zürich/Basel/Genf 2017, Rz 83 ff., 94 ff.

<sup>14</sup> So aber MARC AMSTUTZ/RAMON MABILLARD, Fusionsgesetz (FusG), Kommentar zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. Oktober 2013, Art. 7 N 12; LUKAS GLANZMANN, Stämpflis Handkommentar, FusG 7, N 11

<sup>15</sup> So aber SCHENKER (FN 12), 776 Fn 44; DERSELBE, Fusion – Erleichterung oder Erschwerung durch das Fusionsgesetz?, GesKR 2/2007, 153–163, 158 Fn 42.

<sup>16</sup> So aber VON DER CRONE et al. (FN 13), 96.