

Till Spillmann*

Anwendbarkeit der Business Judgment Rule bei *take private*-Transaktionen

In re Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. Stockholders Litigation, C.A. No. 11202-VCS

Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt
 1. Sammelklage gegen Martha Stewart und Sequential wegen Verletzung der Treuepflichten und Beihilfe
 2. Vertragliche Verhältnisse zwischen Martha Stewart und MSLO vor der Transaktion
 3. Chronologie der Ereignisse
 4. Vertragliche Verhältnisse zwischen Martha Stewart und MSLO sowie Sequential nach Vollzug der Transaktion
- II. Erwägungen des Gerichts
- III. Überlegungen aus Schweizer Sicht

Fragen rund um den Umgang mit Interessenkonflikten sind in der Jurisprudenz wie auch in der Praxis eines Wirtschaftsanzwalts so alltäglich wie virulent. Aus diesem Grund sei in diesem Beitrag auf einen weiteren Entscheid hingewiesen, welcher sich mit dieser Fragestellung befasst und aus US-amerikanischer Sicht eine Klammer in einer langen Reihe von Entscheiden zu diesem Thema schliesst.

Martha Stewart, Fernsehköchin, Moderatorin, Autorin und Unternehmerin – offenbar ganz bescheiden auch als «Amerikas beste Hausfrau» bekannt – hat für einen interessanten Entscheid¹ gesorgt, welcher m.E. auch für die Auslegung der Business Judgment Rule in der Schweiz von Relevanz sein kann und letztlich auch eine hilfreiche Referenz für einen möglichen Neustart bei der Beurteilung von Nebenleistungen im Rahmen von öffentlichen Übernahmen bilden kann.

Der Delaware Supreme Court hatte bereits in früheren Entscheiden klargestellt, dass die Business Judgment Rule auch im Kontext von Übernahmen durch kontrollierende Aktionäre zum Tragen kommen kann. Er hat dies zuletzt prominent im Entscheid *Kahn v. M&F Worldwide Corp.* getan, bei welcher der kontrollierende Aktionär eine buy-out-Transaktion seiner Tochtergesellschaft durchführte – und somit auf beiden Seiten

der Transaktion involviert war.² Im vorliegenden Urteil entschied der Delaware Court of Chancery unter Bezugnahme auf diese Rechtsprechung, dass die Business Judgment Rule auch dann zum Tragen kommen kann, wenn es sich um ein Übernahmeangebot einer vom kontrollierenden Aktionär unabhängigen Drittpartei handelt – und der kontrollierende Aktionär somit lediglich auf einer Seite der Transaktion steht. Ebenfalls entschied der Delaware Court of Chancery, dass für die Anwendbarkeit der Business Judgment Rule dieselben Massnahmen zu treffen sind, unabhängig davon, ob der kontrollierende Aktionär auf beiden Seiten (wie beim MFW-Entscheid) oder nur auf einer Seite (wie beim vorliegenden Entscheid) involviert ist.

I. Sachverhalt

Der vorliegende Entscheid *Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. Stockholders Litigation, C.A. No. 11202-VCS* (nachfolgend der **Entscheid**) dreht sich um den *Take-private* der Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. (**MSLO**) durch Sequential Brands Group, Inc. (**Sequential**). MSLO war vor der besagten Transaktion eine Delaware *corporation* mit Sitz in New York und ihre Stammaktien waren zum damaligen Zeitpunkt an der New York Stock Exchange kotiert. MSLOs Aktienkapital bestand aus zwei Aktienklassen: 32'510'392 *Class A*-Aktien, welche eine Stimme pro Aktie vermittelten, und 24'984'625 *Class B*-Aktien, welche 10 Stimmen pro Aktie vermittelten (also Stimmrechtsaktien darstellten). Martha Stewart (**MS**) kontrollierte sämtliche *Class B*-Aktien und insgesamt 2'102'946 *Class A*-Aktien. Sie kontrollierte damit 88,8 % der Stimmrechte an MSLO.³

* Dr. iur. Till Spillmann, Rechtsanwalt, Bär & Karrer AG.

¹ In re Martha Stewart Living Omnimedia, Inc. Stockholders Litigation, C.A. No. 11202-VCS.

² *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, No. 334, 2013 (Del. Mar. 14, 2014) (nachfolgend **MFW-Entscheid**); vgl. hierzu bereits den Beitrag von ROLF WATTER, *MFW Shareholders Litigation revisited – Lehren für die Auslegung von Art. 105 FusG*, GesKR 2/2014, 251 ff. sowie zum vorinstanzlichen Entscheid RUDOLF TSCHÄNI, *Going Private einer Publikumsgesellschaft auf dem Wege einer Fusion: MFW Shareholders Litigation C.A. No. 6566-CS* (Del. Ch. May 29, 2013), GesKR 1/2014, 89 ff.

³ Martha Stewart teilte die Stimmrechte mit ihrer Tochter handelnd für die Martha Stewart Family Limited Partnership (**MS Familien-**

1. Sammelklage gegen Martha Stewart und Sequential wegen Verletzung der Treuepflichten und Beihilfe

Im Zusammenhang mit der *Take-private*-Transaktion hoben Aktionäre von MSLO eine Sammelklage gegen MS an, die Gründerin und damals kontrollierende Aktionärin und Namensgeberin der MSLO. Der Vorwurf gegen MS war, sie hätte ihre Treuepflichten verletzt, indem sie ihre Position als kontrollierende Aktionärin missbraucht habe, um zu Lasten der Publikumsaktionäre für sich selber eine höhere Entschädigung herauszuholen. Sequential wurde wegen Beihilfe ebenfalls eingeklagt.

2. Vertragliche Verhältnisse zwischen Martha Stewart und MSLO vor der Transaktion

Vor der Fusion, welche zum *Take-private* führte, war MS im Rahmen von drei Verträgen mit MSLO verbunden. Es gab einen Arbeitsvertrag, ein Intellectual Property License and Preservation Agreement (**IP Agreement**) und ein Intangible Asset License Agreement (**License Agreement**) mit Lifestyle Research Center, LLC (**LRC**), einer von MS kontrollierten Gesellschaft.

Gemäss *Arbeitsvertrag* agierte MS als Chief Creative Officer, primary spokesman sowie Founding Editorial Director für MSLOs Publikationen und als executive producer für MSLOs TV- und Radioproduktionen. Die Entschädigung bestand aus einem Basissalar von USD 1.8 Mio., einem Bonus von bis zu zusätzlichen USD 1.5 Mio. und einer jährlichen Spesenentschädigung im Umfang von USD 100'000.

Im Rahmen des *IP Agreement* gewährte MS MSLO eine exklusive, weltweite, ewige gebührenfreie Lizenz, um ihren Namen, Bild, Stimme und Unterschrift für Produkte und Dienstleistungen zu nutzen.

Gemäss *License Agreement* zahlte MSLO LRC eine jährliche Gebühr von USD 2 Mio. für ein ewiges, exklusives Recht, gewisse Stewart-bezogene immaterielle Rechte zu nutzen.

3. Chronologie der Ereignisse

Beginn strategischer Gespräche mit Gesellschaft A

Im Sommer 2014 kam ein Wettbewerber von MSLO (**Gesellschaft A**) mit dem Vorschlag auf MS zu, Gespräche über eine potentielle strategische Zusammenarbeit zu beginnen. In der Folge informierte MS den Verwaltungsrat

von MSLO und es fanden verschiedene Gespräche statt. Nach diesen vorläufigen Gesprächen wurde im Juli 2014 eine Geheimhaltungserklärung unterschrieben, um die Diskussion vertiefter führen zu können. Ende August 2014 fand eine Verwaltungsratssitzung von MSLO statt, an welcher MS den Verwaltungsrat informierte, dass die Diskussionen mit der Gesellschaft A immer noch vorläufigen Charakter hätten und weder Bewertungsfragen besprochen worden seien noch eine Due Diligence stattgefunden habe. An derselben VR-Sitzung entschied der Verwaltungsrat, ein *Special Committee* aus unabhängigen Mitgliedern des Verwaltungsrats zu bestellen (der **VR-Ausschuss**). Gleichzeitig delegierte der Verwaltungsrat dem VR-Ausschuss auch «*full and exclusive authority*», um die Transaktion zu evaluieren und zu verhandeln und auch alternative Optionen zu prüfen, sollte der VR-Ausschuss zum Schluss kommen, eine Transaktion mit der Gesellschaft A sei nicht im besten Interesse von MSLO.

In der Folge wurde aber relativ rasch klar, dass die Gesellschaft A nicht bereit war, erhebliche Ressourcen in die Evaluation einer möglichen Transaktion zu investieren, bevor nicht klar war, ob man sich mit MS im Grundsatz auf gewisse Punkte bezüglich ihrer eigenen Rolle einigen kann. Konkret beantragte die Gesellschaft A, mit MS gewisse Eckdaten für einen Arbeitsvertrag für die Zeit nach dem Vollzug verhandeln zu dürfen, bevor Verhandlungen mit MSLO über die angedachte Akquisition begonnen würden. Der VR-Ausschuss erlaubte der Gesellschaft A daraufhin, mit MS solche Verhandlungen zu führen, behielt sich aber explizit das Recht vor, etwaige Vereinbarungen zwischen der Gesellschaft A und MS zu überprüfen.

Sequential betritt die Bildfläche

Im November 2014 ging Bill Sweedler, damals Verwaltungsratspräsident von Sequential und Mitgründer und Managing Partner von Tengram Capital Partners (**TCP**), Sequentials grösstem Aktionär, auf Daniel Dienst, damaliger CEO und Verwaltungsratsmitglied von MSLO, zu und deutete an, dass TCP an einer Transaktion mit MSLO interessiert wäre. Im Nachgang wurde MS eine Interessenbekundung abgegeben, welche diese an den VR-Ausschuss weiterleitete. Aufgrund von ersten Gesprächen entschied der VR-Ausschuss zu diesem Zeitpunkt jedoch, die Gespräche mit Sequential nicht weiter zu führen.

Publikation Jahresergebnis 2014 und Abbruch der Verhandlungen mit der Gesellschaft A

Am 5. März 2015 publizierte MSLO ein über den Erwartungen liegendes Ergebnis für das Geschäftsjahr 2014. Der Aktienkurs der kotierten *Class A*-Aktien stieg in den folgenden zwei Wochen deutlich an – von USD 4.73 auf USD 6.45 pro Aktie. Vor der Publikation dieser Zahlen wurden sich die Gesellschaft A und MS bezüglich gewisser persönlicher Vereinbarungen bereits handelseinig.

Trust). Die *Class B*-Aktien waren nur zwischen Mutter, Tochter und dem MS Familien-Trust übertragbar. Transfers an Drittpersonen führten gemäss Statuten direkt zur Umwandlung der betreffenden *Class B*-Aktien in *Class A*-Aktien.

Diese Vereinbarung war bedingt durch ein erfolgreiches Zustandekommen einer Transaktion zwischen MSLO und der Gesellschaft A. MSLO und die Gesellschaft A waren zu diesem Zeitpunkt überdies im Rahmen einer Exklusivitätsvereinbarung, welche noch bis am 3. April 2015 lief, gebunden.

In der Folge lehnte der VR-Ausschuss das beste Angebot der Gesellschaft A allerdings ab. Das beste Angebot betrug USD 4.90 pro Aktie und lag damit unter dem Aktienkurs der *Class A*-Aktien nach der Veröffentlichung des Jahresergebnisses. Die Exklusivitätsvereinbarung lief ergebnislos aus.

Wiederaufnahme der Gespräche mit Sequential und Abschluss eines Merger Agreement

Im Nachgang zum Abbruch der Verhandlungen mit der Gesellschaft A suchte der VR-Ausschuss wieder das Gespräch mit Sequential. Sequential zeigte sich grundsätzlich interessiert, wollte aber auch – wie die Gesellschaft A – parallel zu den Verhandlungen mit MSLO Verhandlungen mit MS führen dürfen. Der VR-Ausschuss gestattete dies, wiederum mit dem Vorbehalt, dass er die verhandelte Vereinbarung zwischen MS und Sequential einsehen darf, bevor er die Transaktion dem Verwaltungsrat zur Genehmigung empfehlen würde.

Nach einigem Hin und Her lag ein Angebot von Sequential auf dem Tisch, welches der VR-Ausschuss dem Verwaltungsrat auch auf Basis einer Fairness Opinion zur Annahme empfahl.

Der Verwaltungsrat genehmigte daraufhin die Transaktion, wobei sich MS aufgrund ihrer Befangenheit der Stimme enthielt. Am 22. Juni 2015 schlossen MSLO und Sequential ein *Agreement and Plan of Merger (Merger Agreement)* ab. Dieses sah vor, dass die Aktionäre von MSLO pro Aktie entweder USD 6.15 in bar oder Sequential Aktien im Gegenwert von USD 6.15 dividiert durch den volumengewichteten Durchschnittspreis der Sequential Aktien der letzten fünf Tage vor Vollzug der Fusion erhalten.⁴

Das Merger Agreement enthielt zudem eine unverzichtbare Bedingung, dass die Transaktion bei einer Abstimmung sowohl kombiniert von einer Mehrheit der *Class A*-Aktien und *Class B*-Aktien sowie einer Mehrheit der *Class A*-Aktien, welche nicht durch MS oder nahestehende Personen gehalten werden, genehmigt werden muss.

Die Aktionäre genehmigten die Transaktion am 2. Dezember 2015, wobei eine überwältigende Mehrheit von 99 % der Minderheitsaktionäre für die Transaktion

stimmte. Der Vollzug der Fusion fand am 4. Dezember 2015 statt.

4. Vertragliche Verhältnisse zwischen Martha Stewart und MSLO sowie Sequential nach Vollzug der Transaktion

Am Tag der Unterzeichnung des Merger Agreement schlossen MS und Sequential zwei separate Vereinbarungen ab.

Zum einen war dies ein Arbeitsvertrag, welcher vorsah, dass MS als Chief Creative Officer der fusionierten Gesellschaft agieren wird. Ihr Salär bestand aus einem Basislohn von USD 1.8 Mio. pro Jahr und einem Bonus für den Fall, dass auch andere Top-Kader einen Bonus erhalten. Zusätzlich hatte MS einen Anspruch auf 10 % der jährlichen Bruttolizenzehinnahmen vom Stewart-Brand (sofern und in Bezug auf jährlich USD 46 Mio. übersteigende Einnahmen). Des Weiteren wurde vereinbart, dass MS ab dem Jahr 2026 bis zum Jahr 2030 bzw., falls später, bis zu ihrem Tod 3,5 % der jährlichen Bruttolizenzehinnahmen für sämtliche mit Martha Stewart benannten Produkte erhält. Schliesslich handelte sie sich eine jährliche Spesenpauschale von USD 100'000 aus. Der Arbeitsvertrag läuft für eine erste Phase bis im Jahr 2020 und wird automatisch für fünf weitere Jahre verlängert, falls gewisse Umsatzziele erreicht werden. Sollten diese nicht erreicht werden, wird MS in einem Teilpensum für weitere fünf Jahre als Beraterin und *Ambassador* weiterbeschäftigt sein und Anspruch auf eine Entschädigung von zwischen USD 1.5 Mio. und USD 4.5 Mio. pro Jahr haben.

Zum anderen handelte es sich um ein sog. *registration rights agreement*. Dieses wurde zwischen Sequential, MS, Alexis Stewart (die Tochter von MS), dem MS Familien-Trust und weiteren MS nahestehenden Gesellschaften abgeschlossen. Diese zweite Vereinbarung sah sog. *demand registration rights* vor, wonach MS und MS nahestehende Personen in Bezug auf Aktien, welche sie im Rahmen der Fusion bekommen, gewisse Registrierungsrechte erhalten und diese auch dem Publikum anbieten dürfen. Mit anderen Worten enthielt diese Vereinbarung die Möglichkeit eines Abverkaufs der im Rahmen der Fusion erhaltenen nicht unwesentlichen Anzahl Sequential-Aktien.

Neben den zwei neuen Vereinbarungen mit Sequential wurde vereinbart, dass auch das vorbestehende License Agreement und das IP Agreement zwischen MS und MSLO angepasst werden. In Bezug auf das License Agreement wurde lediglich die Laufzeit um drei Jahre von 2017 bis 2020 verlängert. Das IP Agreement entspricht grundsätzlich ebenfalls dem ursprünglichen Vertrag mit der Ausnahme, dass MS nach Beendigung des Arbeitsvertrags ihren Namen im Rahmen von neuen Geschäften nicht mehr benutzen darf.

⁴ Der Plan enthielt auch ein *go-shop*-Recht und verschiedene *matching rights* für Sequential. Dies ist für die vorliegende Fragestellung aber nicht weiter relevant.

II. Erwägungen des Gerichts

Wie einleitend bereits erwähnt, erhoben eine Anzahl Aktionäre eine Sammelklage gegen MS und Sequential. Die Sammelklage wurde drei Tage nach der Bekanntgabe der Transaktion am 25. Juni 2015 beim Gericht eingereicht. Es folgten einige weitere Eingaben. Die Klage ging auf Verletzung von Treupflichten durch MS als kontrollierende Aktionärin von MSLO und gegen Sequential wegen Beihilfe zu Treupflichtverletzung.

Es sei vorweggenommen, dass die Hauptbegründung der Treupflichtverletzung im Vorwurf lag, MS hätte ihre kontrollierende Position ausgenutzt und auf Kosten der Publikumsaktionäre einen für sie lukrativen «Deal» ausgehandelt.

Standard of Review

Das Gericht hatte zunächst zu entscheiden, welcher richterliche Überprüfungsmaßstab (*Standard of Review*) im vorliegenden Kontext zur Anwendung zu gelangen hat. Ist es der «*entire fairness*»-Standard oder der Business Judgment Rule-Test?

MS stellte sich auf den Standpunkt, dass die Business Judgment Rule aus folgenden Gründen zur Anwendung gelangen müsse:

- *Erstens* betonte MS, dass sie selber nicht an den Verhandlungen Teil genommen habe und dass, auch wenn sie selber eine kontrollierende Aktionärin sei, die Fusion eine Fusion zu Drittbedingungen (*arms-length transaction*) mit einer Drittpartei darstellte. Die Fusion sei durch einen unabhängigen Ausschuss verhandelt worden. Die sie betreffenden «*side deals*» würden ihr zudem nichts zusätzlich geben, was sie nicht vorher bereits gehabt hatte. Des Weiteren bekäme sie denselben Kaufpreis für die Aktien wie die Publikumsaktionäre. Mit anderen Worten stellte sich MS auf den Standpunkt, dass der *entire fairness*-Standard in ihrem Fall nicht zur Anwendung kommen dürfe, da sie gar nicht Teil einer interessenkonfliktbehafteten Transaktion (*conflicted transaction*) gewesen sei.
- *Zweitens* stellte sich MS auf den Standpunkt, dass für den Fall, dass das Gericht der Ansicht sei, sie sei an einer *conflicted transaction* beteiligt gewesen, nicht der *entire fairness*-Standard zur Anwendung kommen dürfe, sondern wiederum die Business Judgment Rule, da die Beteiligten sämtliche für den Schutz der Minderheitsaktionäre notwendigen Massnahmen ergriffen hätten, nämlich die Einsetzung eines unabhängigen und angemessen ermächtigten Ausschusses des Verwaltungsrats, und die Transaktion zudem unter der (unverzichtbaren) Bedingung stand, dass eine Mehrheit der Minderheitsaktionäre die Transaktion genehmigen muss. Mit anderen Worten plädierte MS unter Berufung auf etabliertes «*case law*», dass diese

zwei prozeduralen Massnahmen den Effekt haben, dass – selbst bei Annahme einer *conflicted transaction* – der richterliche Überprüfungsmaßstab nicht *entire fairness*, sondern derjenige der Business Judgment Rule sein müsse.

Die Kläger hingegen stimmten zwar zu, dass es sich bei Sequential um eine MS nicht nahestehende Drittpartei handle. Ebenfalls anerkannten sie, dass MS formell dieselbe Entschädigung erhalten werde, wie die Minderheitsaktionäre. Nichtsdestotrotz plädierten sie für die Anwendung des *entire fairness*-Standards «*since the controller allegedly diverted consideration to herself at the expense of the minority stockholders in the form of side deals dressed up as an employment agreement and various intellectual property-related agreements*»⁵. Die Kläger argumentierten, dass dieses «Abzweigen» eines Teils der Entschädigung zulasten der Minderheitsaktionäre möglich war, weil der VR-Ausschuss MS erlaubt habe, parallel zur Verhandlung zwischen MSLO und Sequential über den Angebotspreis ihre persönlichen Vereinbarungen mit Sequential zu verhandeln.

Vorliegen einer conflicted transaction?

Das Gericht befasste sich zuerst mit der Frage, ob MS an einer *conflicted transaction* teilnahm. Es hielt zwar fest, dass nur weil eine Gesellschaft einen kontrollierenden Aktionär habe, dies noch nicht bedeute, dass damit der *entire fairness*-Standard automatisch zur Anwendung gelange. Vielmehr müsse der kontrollierende Aktionär an einer interessenkonfliktbehafteten Transaktion teilnehmen («*engage in a conflicted transaction*»). Dies sei einerseits dann möglich, wenn der kontrollierende Aktionär direkt oder indirekt auf beiden Seiten der Transaktion stehe (etwa bei einem Buy-out durch den kontrollierenden Aktionär).⁶ Andererseits sei dies auch dann möglich, wenn der kontrollierende Aktionär nur auf einer Seite der Transaktion stehe, aber seine kontrollierende Position ausnütze und für sich Vorteile zulasten der Minderheitsaktionäre verschaffe. Bei Letzterem handelt es sich um das MS durch die Kläger vorgeworfene Verhalten.

Da MS formell dieselbe Entschädigung für die Aktien erhielt wie die Minderheitsaktionäre, untersuchte das Gericht, ob die «*side deals*» dergestalt waren, dass sich MS effektiv Vorteile verschafft hatte. Die Kläger stellten sich auf den Standpunkt, dass sich der Angebotspreis aufgrund der Verhandlungen zwischen Sequential und MS senkte, was aktenkundig nicht der Fall war. Ganz im Gegenteil offerierte Sequential zum Zeitpunkt, an welchem sie um Erlaubnis nach Verhandlungen mit MS bat, USD 5.75 pro Aktie. Nach den Verhandlungen mit MS erhöhte Sequential den Preis gar um USD 0.40 pro Aktie

⁵ Entscheid, 28.

⁶ Vgl. hierzu den MFW-Entscheid (Fn 2).

auf USD 6.15 pro Aktie. Das Gericht kam entsprechend zum Schluss, dass sich MS keine Vorteile zulasten der Minderheitsaktionäre verschafft hatte.

Zudem gelang es den Klägern nicht, schlüssig zu darzulegen, dass MS «*markedly more lucrative post-merger arrangements*»⁷ bekam, als sie vor der Fusion bereits hatte. Das Gericht hielt auch fest, dass «*the Special Committee [der VR-Ausschuss] can hardly be faulted for appreciating that any buyer, including Sequential, would need some level of comfort that Stewart would remain committed after the transaction closed before expending resources negotiating a transaction to acquire the Company that bore her name.*»⁸ Gemäss ständiger Rechtsprechung des Gerichts zur Frage, ob eine Sorgfaltspflichtverletzung vorliege, müssen die Nebenleistungen zudem eine unsachgemässe «Abzweigung» der Entschädigung darstellen, welche *kumulativ* dazu führen muss, dass die Entschädigung für die Publikumsaktionäre tiefer ausfällt.⁹ Mit anderen Worten gelang es den Klägern im vorliegenden Fall nicht, zu belegen, dass MS im Rahmen der neuen Nebenvereinbarungen Wert für sich und zu Lasten der Minderheitsaktionäre abgezweigt hat.

Schliesslich argumentierte das Gericht auch, dass es aufgrund der in Frage stehenden Nebenvereinbarungen aus Sicht des kontrollierenden Aktionärs auch gar keinen Sinn gemacht hätte, die Nebenvereinbarungen zulasten des Angebotspreises zu erhöhen, da die kontrollierende Aktionärin die Mehrheit der Aktien zum Angebotspreis verkauft hat und somit im konkreten Fall ökonomisch für sich keinen Vorteil herausholen konnte, sondern sich bei einer Senkung des Angebotspreises zugunsten der Nebenabreden selber geschädigt hätte.

Somit kam das Gericht zum Schluss, dass es sich im vorliegenden Fall nicht um eine *conflicted transaction* handelte.

Anwendbarkeit der Business Judgment Rule

Nichtsdestotrotz zog das Gericht auch die Frage in Erwägung, ob die vorgesehenen Massnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten ausreichend waren, um die Anwendung der Business Judgment Rule zu bejahen.

MS argumentierte, dass die Transaktion so strukturiert gewesen sei, dass zum einen ein unabhängiger, interessenkonfliktfreier und sachgemäss ermächtigter VR-Ausschuss eingesetzt wurde und zum anderen die Transaktion unter der (unverzichtbaren) Bedingung stand, dass die Mehrheit der Minderheitsaktionäre der Transaktion

zustimmen. Unter Bezugnahme auf den MFW-Entscheid argumentierte MS, dass wenn es bei einer Transaktion, bei welcher der kontrollierende Aktionär auf beiden Seiten stehe, zulässig sei, sich auf die Business Judgment Rule zu berufen, dies umso mehr gelten müsse, wenn, wie im vorliegenden Fall, die kontrollierende Aktionärin bei einer Fusion mit einer unabhängigen Drittpartei nur auf einer Seite involviert sei.

Während das Gericht sich auf den Standpunkt stellte, dass es letztlich für die Virulenz des Interessenkonflikts nicht entscheidend sei, ob der kontrollierende Aktionär auf einer oder beiden Seiten der Transaktion stehe, hat es auch festgehalten, dass dieselben strikten Regeln der im MFW-Entscheid festgelegten *road map* im Rahmen der Transaktion einzuhalten seien. Hierbei handelt es sich im Wesentlichen um folgende Massnahmen (im MFW-Entscheid auch als *cleansing* bezeichnet): die Transaktion wird von einem unabhängigen Ausschuss genehmigt, welcher ermächtigt ist, eigene Berater beizuziehen und die Transaktion auch definitiv abzulehnen, und die Mehrheit der Minderheitsaktionäre stimmt der Transaktion auf einer informierten Basis und ohne Zwang zu.¹⁰ Wichtig ist diesbezüglich auch, dass diese Massnahmen *ab initio* zu greifen haben.

Fazit

Das Gericht kam nach Prüfung der verschiedenen Voraussetzungen zum Schluss, dass die notwendigen Massnahmen in der vorliegenden Transaktion getroffen wurden, womit es berechtigt war, bei der Überprüfung der Rechtmässigkeit der Transaktion auf die Business Judgment Rule abzustellen. Es klärte auch die Frage, ab wann die Vorkehrungen getroffen worden sein müssen, nämlich ab dem Zeitpunkt, in welchem der kontrollierende Aktionär in die Verhandlungen einsteigt bezüglich der ihn betreffenden Vereinbarungen. Auch diese Voraussetzung war vorliegend gegeben.

Das Gericht wies die Klage ab und betonte, dass die Kläger keine Argumente vorbringen konnten, die vor dem Hintergrund der Anwendbarkeit der Business Judgment Rule für die erhobene Klage Bestand haben könnten.

III. Überlegungen aus Schweizer Sicht

Aus Schweizer Sicht ist m.E. zunächst einmal interessant, dass dieser *Take-private* als Fusion und nicht als öffentli-

⁷ Entscheid, 35.

⁸ Entscheid, 35.

⁹ Vgl. Entscheid, 36, mit Bezug auf *Houseman*, 2014 WL 1600724, 13: «*to sustain a disparate consideration claim against the controller the plaintiff must plead facts supporting an inference that the side payment represented an improper diversion and that, absent the impropriety, the consideration would have gone to the stockholders.*»

¹⁰ «*The business judgment rule is only invoked if: (i) the controller conditions the procession of the transaction on the approval of both a special committee and a majority of the minority stockholders; (ii) the special committee is independent; (iii) the special committee is empowered to freely select its own advisors and to say no definitively; (iv) the special committee meets its duty of care; (v) the vote of the minority is informed; and (vi) there is no coercion of the minority*» (MFW-Entscheid, 18 ff.).

che Übernahme strukturiert wurde. Während dies in den USA den typischen Fall darstellt, werden Übernahmen von kotierten Gesellschaften in aller Regel im Rahmen von öffentlichen Übernahmen gemäss schweizerischem Übernahmerecht strukturiert. Dies hat verschiedene Gründe, u.a. auch, dass gemäss den US-amerikanischen Regeln die Abgeltung bei einer Fusion nicht zwingend in Form von Aktien erfolgen muss, somit Minderheitsaktionäre auch in bar abgegolten werden können.¹¹ Des Weiteren stellte sich die Schweizerische Übernahmekommission (UEK) auch schon auf den Standpunkt, dass bei einer Grenzwertüberschreitung aufgrund einer Quasifusion die Angebotspflicht gemäss Übernahmerecht zur Anwendung gelange müsse.¹²

Des Weiteren ist natürlich interessant, dass MS als Aktionärin überhaupt wegen Verletzung von Treuepflichten eingeklagt werden konnte. Dies hat mit den Eigenheiten des amerikanischen Gesellschaftsrechts zu tun. In der Schweiz wäre dies aufgrund der fehlenden Treuepflichten von Aktionären gegenüber «ihrem» Unternehmen nicht möglich.

Der Blick in die USA ist aber auch deshalb interessant, weil er aufzeigt, dass Übernahmen mit Nebenabreden (*side deals*) im Resultat einiges flexibler gehandhabt werden als in der Schweiz. Eine Kontrollübernahme in der Schweiz wird, wie oben bereits erwähnt, in aller Regel als öffentliche Übernahme strukturiert, womit der ganze Regelungsbereich des Übernahmerechts, inkl. die Praxis der UEK, zur Anwendung gelangt. Es sei hier nicht im Detail auf die Praxis der UEK zur Frage der Beurteilung von Nebenleistungen eingegangen. Mit der Materie vertraute Marktteilnehmer können aber ein Lied von Quadrant, Kuoni, Charles Vögele und noch neueren Transaktionen singen, bei denen sich eine Praxis und ein enorm komplexes Regelwerk, welches zulasten der Rechtssicherheit und Transaktionskosten immer noch stark in Bewegung ist, erst herauszuschälen scheint. Auch wenn der Entscheid mit schweizerischem Übernahmerecht herzlich wenig zu tun hat und sich um die Überprüfungsstandards gesellschaftsrechtlicher Vorgänge nach US-amerikanischer Ausprägung dreht, lohnt sich der Blick nicht nur, um Parallelen zur Anwendung der Business Judgment Rule im Rahmen des schweizerischen Gesellschaftsrechts zu suchen, sondern auch, um sich aus Sicht der UEK und der Lehre und Praxis Gedanken zur Überprüfung von unter Beteiligung von Aktionären strukturierten Übernahmeangeboten anzustellen. Wie die amerikanischen Gerichte dies tun, wäre es aus meiner Sicht angebracht, wenn die UEK sich eine

grössere Zurückhaltung auferlegen¹³ bzw. eine weniger formalistische Sichtweise Platz greifen lassen würde, wenn es um die Überprüfung und Rechtmässigkeit von Nebenleistungen vor dem Hintergrund des Schweizer Übernahmerechts geht.

Interessant ist beim vorliegenden Fall m.E., dass bei der Prüfung der Frage, ob überhaupt eine *conflicted transaction* vorliegt (das Gericht verneinte die Frage im vorliegenden Entscheid), das Gericht den Standpunkt vertrat, dass «[i]t was entirely proper for Sequential to pay, and for Stewart to accept, extra consideration (just as MSLO had paid before the Merger) to secure the immeasurable value of that commitment»¹⁴. Des Weiteren führte das Gericht aus, dass «indeed, these fair value side deals ultimately facilitated that Merger and enabled stockholders to realize a premium value for their shares»¹⁵. Auf die Praxis für Übernahmeangebote in der Schweiz umgemünzt bedeutet dies m.E., dass alleine aufgrund des Umstands, dass nicht alle Aktionäre formal dieselbe Entschädigung bekommen, deshalb nicht automatisch die Best Price Rule oder andere übernahmerechtliche Bestimmungen verletzt sein müssen, sondern Nebenleistungen im konkreten Fall anhand der Frage beurteilt werden sollten, ob diese aufgrund der Umstände grundsätzlich gerechtfertigt sind und ob diese wirklich dazu führen, dass die Publikumsaktionäre einen tieferen Angebotspreis offeriert bekommen. Auch die Frage, ob die Nebenleistungen nicht vielmehr erst ein Angebot ermöglichen, sollte nicht ausser Acht gelassen werden. Man stelle sich vor, die Übernahme der MSLO hätte sich in der Schweiz abgespielt und es wäre aufgrund der Praxis zu Nebenleistungen der UEK nicht möglich gewesen, Martha Stewart zusätzliche finanzielle Leistungen in Aussicht zu stellen. Das Angebot wäre wohl schlicht nicht zustande gekommen mit negativem Ausgang für alle Publikumsaktionäre, welche zumindest eine Option bekommen hätten, zu einem attraktiven Preis auszustiegen. Dem Markt für Unternehmensübernahmen wäre mit höherer Rechtssicherheit und tieferen Transaktionskosten gedient.

¹¹ Gemäss Schweizer Fusionsgesetz ist dies nur in Ausnahmefällen möglich, vgl. hierzu Art. 8 i.V.m. Art. 18 Abs. 5 FusG.

¹² Vgl. für eine Übersicht der Praxis und Lehre zum Spannungsverhältnis Angebotspflicht und Fusion GERHARD/NIKITINE, Fusion – Angebotspflicht – Opting-out, GesKR 2/2011, 173 ff.

¹³ Wie bereits ausgeführt, kam das Delaware Gericht bei der Frage, ob überhaupt eine *conflicted transaction* vorliegt, zum Schluss, dass die Kläger nicht belegen konnten, dass MS «markedly more lucrative post-merger arrangements» erhielt. Dies führte u.a. dazu, dass die Business Judgment Rule zur Anwendung gelangte, welche die richterliche Überprüfung der Transaktion stark einschränkt. Im Fall der Anwendbarkeit der Business Judgment Rule müsste die Klage fallen gelassen werden, falls eine vernünftige Person hätte glauben können, dass die Fusion im Interesse der Minderheitsaktionäre der MSLO liege.

¹⁴ Entscheid, 37.

¹⁵ Entscheid, 37.