

## Einige Aspekte zur Kraftloserklärungsklage

von Dr. Peter V. Kunz, Fürsprecher, LL.M., Zürich

*The Stock Exchange and Securities Trading Act allows for the squeezing out of shareholders in takeovers involving public companies. This is quite an innovation for Switzerland, where no such mechanism was previously available. Thus, the legislator was keen to provide safeguards, in order to maintain some balance between the involved interests, i.e. the interests of the overtaking company (the plaintiff in the squeeze-out procedure), the overtaken company (the defendant) and the involved shareholders. For the squeeze-out to happen, the overtaking company has, among others, to establish that the following substantive conditions*

*are met: the takeover is in execution, the acquirer has control over 98% of the voting rights, a 3 months period has elapsed prior to the filing of the suit. In addition, several procedural requirements must be met. The minority shareholders that are holding out have to be given the opportunity to take part in the squeeze-out procedure, whereas this provides them with both opportunities (e.g. to have their legal arguments independently presented) and risks (e.g. to be required to pay for the judicial costs of the procedure as well as to indemnify the other parties).*

### Inhaltsübersicht

#### I. Vorbemerkungen

- A. Einführung
- B. Grundmechanismen

#### II. Allgemeiner Teil

- A. Kraftloserklärung und Ausschlussrecht
- B. Bezug zum Minderheitenschutz
  - a) Grundsätzliches
  - b) Überblick und Zusammenhänge

#### III. Besonderer Teil

- A. Materielle Aspekte
  - a) Vorangehen eines öffentlichen Übernahmeangebots
  - b) Überschreiten von 98 Prozent der Stimmrechte
  - c) Klagefrist von drei Monaten
  - d) Keine Dekotierung vor dem Urteil
- B. Formelle Aspekte
  - a) Parteien und weitere prozessuale Fragen
  - b) Beiladung und Beitritt der Minderheitsaktionäre
  - c) Kosten und Entschädigungen

#### IV. Literaturhinweise

#### I. Vorbemerkungen

##### A. Einführung

Am 1. Januar 1998 trat das «Zweite Paket» des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) in Kraft. Die darin vorgesehene sog. *Kraftloserklärungsklage* (Art. 33 BEHG) – teils als «freeze out» oder «squeeze out» bezeichnet<sup>1</sup> –

stellt Neuland für die Schweiz dar<sup>2</sup>. Im früheren Schweizerischen Übernahmekodex<sup>3</sup> hat eine solche Bestimmung noch gefehlt, der OPAG-Vorschlag<sup>4</sup> enthielt erstmals eine Bestimmung für eine Kraftloserklärung<sup>5</sup>.

Die Möglichkeit eines Ausschlusses von Kapitalgesellschaftern im Anschluss von sowie im Zusammenhang mit Gesellschaftsübernahmen ist *im Ausland* zwar nicht allgemein verbreitet. Insbesondere enthält die im Entwurfsstadium sich befindliche gesellschaftsrechtliche 13. EU-Richtlinie zum Übernahmerecht kein entsprechendes Regime<sup>6</sup>. Nichtsdestotrotz existieren in verschiedenen Ländern – gerade in solchen mit angelsächsischer Tradition – zumindest vergleichbare Ordnungen<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> Bohrer, Takeovers, § 10 N 65; Nobel, Übernahme, 164; König/Huber/Kuster, Kommentar, N 1 zu Art. 33 BEHG; Möller, Stellung, 126; Böckli, Probleme, 252; Kunz, Klagen, 49, 66 sowie 76; ders., Publikumsgesellschaften, 147.

<sup>2</sup> Kunz, Publikumsgesellschaften, 146; ähnlich: Bernet, Regelung, 242 FN 961. In der Praxis gab es schon bisher Möglichkeiten, die zu ähnlichen Ergebnissen führten: Köppli, Ausschluss, 54 FN 14.

<sup>3</sup> Dieser selbstregulierende, private Kodex wurde von der Vereinigung Schweizer Börsen (VSB) verabschiedet; allg.: Strazzer, Übernahmeangebot, 96 ff.; Bernet, Regelung, 37 ff.; Möller; Stellung, 62 ff.

<sup>4</sup> Der OPAG-Vorschlag von 1992 entstand auf privater Basis (Schweizerischer Handels- und Industrieverein sowie Schweizerische Bankiervereinigung); abgedruckt: Gruber, Pflicht, 153 ff.

<sup>5</sup> Der Entwurf sah allerdings einen Grenzwert von 95 Prozent statt von 98 Prozent vor: Vgl. dazu hinten III.A.b.

<sup>6</sup> Hierzu bereits: Bernet, Regelung, 242 FN 961 a.A.; Köppli, Ausschluss, 54 FN 16 a.A.

<sup>7</sup> Zu erwähnen sind etwa die gesellschafts- bzw. die börsenrechtlichen Ordnungen in Schweden, in den Niederlanden, in Belgien oder in Kanada (nebst der Bundesebene beispielsweise ebenfalls in der Provinz Quebec). Einige Hinweise zu Deutschland finden sich in einem Urteil: SJZ 94 (1998) 194 Erw. IV. 4.9.

Beispielsweise sind in *Grossbritannien* verschiedene Vorschriften zum «Aufkaufrecht» bzw. zum «Zwangserwerb»<sup>8</sup> durch den Anbieter vorgesehen<sup>9</sup>. In den *USA* wird die grundsätzliche Zulässigkeit von «freeze out» und «squeeze out» als «absolut essentiell»<sup>10</sup> betrachtet und steht oft im Zentrum von Untersuchungen<sup>11</sup> sowie von gerichtlichen Auseinandersetzungen.

In der schweizerischen Praxis wurden bereits verschiedene Kraftloserklärungsverfahren durchgeführt<sup>12</sup>, und die *ersten Urteile* – meistens auf der übergangsrechtlichen Grundlage basierend – sind ergangen und publiziert<sup>13</sup>. Verschiedene Detailfragen zur Kraftloserklärungsklage werden nicht auf Gesetzesstufe, sondern auf Verordnungsstufe<sup>14</sup> beantwortet.

## B. Grundmechanismen

Unter dem Titel «Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere»<sup>15</sup> regelt Art. 33 Abs. 1 BEHG als *Grundtatbestand*, was folgt: «Verfügt der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft, so kann er binnen einer Frist von drei Monaten vom Richter verlangen, die restlichen Beteiligungspapiere für kraftlos zu erklären. Der Anbieter muss zu diesem Zweck gegen die Gesellschaft Klage erheben. Die restlichen Aktionäre können dem Verfahren beitreten».

Die Kraftloserklärung kann nur *klageweise* erreicht werden. Es handelt sich um eine *Aktionärsklage*<sup>16</sup>, allerdings um eine untypische, weil sie nicht dem Minderheitenschutz, sondern den Interessen des Mehrheitsaktionärs dient. Ob und wie der *Schutz der Publikumsaktionäre* gewährleistet ist, wird sich im Zusammenhang mit den Klagevoraussetzungen weisen.

Damit eine Kraftloserklärungsklage gutgeheissen wird, muss der Kläger insbesondere *vier materielle Voraussetzungen*<sup>17</sup> nachweisen, nämlich das Vorgehen eines öffentlichen Kaufangebots, das Überschreiten des Grenzwerts von 98 Prozent der Stimmrechte bei der Zielgesellschaft, das Einhalten der Klagefrist von drei Monaten sowie das Unterlassen der Dekotierung bis zum Vorliegen eines rechtskräftigen Urteils. Es handelt sich *nicht* etwa um *Eintretensfragen*<sup>18</sup>, sondern es geht jeweils um die Sachlegitimation. Ist eine der Voraussetzungen nicht erfüllt, so wird die Klage *abgewiesen*.

Wird die Kraftloserklärungsklage *gutgeheissen*, so gibt die beklagte Gesellschaft die restlichen «Beteiligungspapiere erneut aus und übergibt sie dem Anbieter» bzw. dem Kläger<sup>19</sup>, und zwar gegen Entrichtung des Angebotspreises oder in Erfüllung des Tauschangebots «zugunsten der Eigentümer der für kraftlos erklärten Beteiligungspapiere» (Art. 33 Abs. 2 BEHG); mit dieser Regelung zum Angebotspreis wird das Preiselement bzw. die Preisgarantie der «exit»-Variante abgedeckt, was in erster Linie im Interesse der Minderheitsaktionäre liegt<sup>20</sup>. Für altrechtliche Übernahmen gilt eine Sonderordnung (Art. 54 BEHG)<sup>21</sup>.

<sup>8</sup> *Strazzer*, Übernahmeangebot, 62.

<sup>9</sup> Übersicht zu *England* etwa: *Möller*, Stellung, 126 ff.; *Frei*, Übernahmeangebote, 200 FN 614; *Strazzer*, Übernahmeangebot, 62 f.

<sup>10</sup> *Inderbitzin*, *Going*, 68 m.w.H. in FN 63.

<sup>11</sup> *Hans M. Seiler*, «Freezeout» von Minderheitsaktionären – Eine Untersuchung zum Beteiligungsschutz im US-amerikanischen Recht (Diss. Münster 1990) I ff.; *Hanno Merkt*, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht (Heidelberg 1991) N 1028 ff.; des weiteren: *Victor Brudney/Marvin A. Chirelstein*, A Restatement of Corporate Freezeouts, *Yale L.J.* 87 (1977) 1354 ff.; *Notes*, Freezing Out Minority Shareholders, *Harv. L. Rev.* 74 (1961) 1630 ff.

<sup>12</sup> Übersicht bei: *Küng/Huber/Kuster*, *Kom./Bd. I*, 779 (Anhang L). Damit verbunden war meistens eine *Dekotierung* der Aktien; allg.: *Inderbitzin*, *Going*, 155 f.

<sup>13</sup> Hingewiesen sei auf: SJZ 94 (1988) 190 ff. (Handelsgericht des Kantons Zürich); ZR 97 (1998) Nr. 33, 97 ff. (Einzelrichter im summarischen Verfahren am Bezirksgericht Zürich).

<sup>14</sup> Verwiesen sei auf Art. 54 f. BEHV sowie auf Art. 58 Abs. 10/Abs. 11 BEHV.

<sup>15</sup> Zu Recht wird der Begriff «Kraftloserklärung» als «euphemistisch» bezeichnet: *Nobel*, Börsengesellschaftsrecht, 309; tatsächlich liege ein «squeeze out» vor: a.a.O. 309.

<sup>16</sup> Kläger ist regelmässig, aber nicht notwendigerweise der *Anbieter*; der spätestens im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots zum *Aktionär* der Zielgesellschaft wird: vgl. dazu hinten III.B.a.

<sup>17</sup> Vgl. dazu hinten III.A.

<sup>18</sup> Gl.M.: *Nobel*, Kraftloserklärung, 39 (ausdrücklich nur zur «Grenze von 98% der Stimmen»).

<sup>19</sup> Vgl. dazu hinten III.B.a.

<sup>20</sup> Bei der sog. «exit»-Variante können unter dem Aspekt des gesellschaftsrechtlichen Minderheitenschutzes *drei Elemente* unterschieden werden, nämlich die *Verkaufsfreiheit* als solche bzw. das Grundelement, die *Preisgarantie* bzw. das Preiselement sowie die *Käuferwahlfreiheit* bzw. das Verkäufer-/Käuferelement.

<sup>21</sup> Allg.: *Franz Stirnimann*, Börsengesetz: Stand des Gesetzgebungsverfahrens – Übergangsrecht, in: *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, Bd. 4 (Bern 1996) 116. Im Vordergrund steht die Bestimmung des «angemessenen Preises» (Art. 54 Abs. 2 BEHG); in diesem Zusammenhang sind einige Fragen zu beantworten, die für den Minderheitenschutz besonders relevant erscheinen.

## II. Allgemeiner Teil

### A. Kraftloserklärung und Ausschlussrecht

Das *Aktienrecht* sieht kein gesetzliches Ausschlussrecht vor<sup>22</sup>, und die wohl h.M. lehnt ein solches selbst auf statutarischer Basis ab. Durch eine Herabsetzung des Aktienkapitals auf Null mit anschliessender Wiedererhöhung des Kapitals auf den früheren Betrag gelingt es ebenfalls nicht, den Gesellschafter vollständig aus der AG auszuschliessen<sup>23</sup>.

Die im *Börsenrecht* nunmehr vorgesehene Kraftloserklärungsklage stellt eine Durchbrechung der aktienrechtlichen Prinzipien dar, weil dadurch – wenn auch nur in einem sachlich beschränkten Rahmen – ein spezialgesetzliches Ausschlussrecht eingeführt wird. Mit dem neuen *Fusionsrecht* soll ein vergleichbares Rechtsinstitut eingeführt werden<sup>24</sup>, was in der Lehre teils kritisch gewürdigt wird<sup>25</sup>.

Es können selbst bei Kapitalgesellschaften keine wirklich überzeugenden Gründe gegen das prinzipielle Ermöglichen von Ausschlussrechten vorgebracht werden. Vorausgesetzt ist allerdings, dass das *Ausschlussrecht* durch ein *Austrittsrecht kompensiert* wird<sup>26</sup>, und gerade dieser Aspekt wurde beim BEHG überhaupt nicht und – soweit heute ersichtlich – beim FusG noch nicht berücksichtigt<sup>27</sup>; beim künftigen FusG muss deshalb eine «exit»-Form eingeführt werden, die

sich beispielsweise an der US-Amerikanischen «*appraisal remedy*» orientieren könnte<sup>28</sup>.

### B. Bezug zum Minderheitenschutz

#### a) Grundsätzliches

Der *Minderheitenschutz* stellte ein zentrales rechtspolitisches Anliegen nicht nur für die letzte Aktienrechtsrevision, sondern auch für den Erlass des BEHG dar. Im Bereich des Börsenrechts gelangt dies etwa bei der Meldepflicht (Art. 20 BEHG)<sup>29</sup> sowie bei der Angebotspflicht (Art. 32 BEHG)<sup>30</sup> zum Ausdruck. Die Kraftloserklärung (Art. 33 BEHG) erweist sich hierzu als *Antipode*<sup>31</sup>: «Das Pendel schwenkt (...) vom Minderheitenschutz wieder weg»<sup>32</sup>.

Es geht bei Art. 33 BEHG um ein Institut des *Mehrheitenschutzes* und nicht um ein Instrumentarium des Minderheitenschutzes; die Klage soll nämlich den Interessen des Anbieters dienen<sup>33</sup>. Die Lehre zeigt sich wohlwollend<sup>34</sup>, und de lege lata gibt es an der Kraftloserklärung nichts mehr zu rütteln<sup>35</sup>. Die zentrale Problematik hält ein Urteil des Handelsgerichts Zürich wie folgt fest: «Die Minderheitsaktionäre können zwangsweise aus der Gesellschaft ausgeschlossen werden»<sup>36</sup>.

Während die *Meldepflicht* zwingend ausgestaltet ist, steht bei der *Angebotspflicht* insbesondere die

<sup>22</sup> Als Ausnahme ist die *Kaduzierung* zu erwähnen: Art. 681 Abs. 2 OR.

<sup>23</sup> Bei der erwähnten Transaktion kann dem Aktionär gegen seinen Willen die *Mitgliedschaft in der AG* sowie das *Recht auf mindestens eine Stimme* nicht entzogen werden: BGE 121 III 427 ff. Erw. 4. Statt aller: *Bernhard Bodmer*, Rezension, SZW 68 (1996) 285 ff.

<sup>24</sup> Begleitbericht/Vorentwurf für ein Fusionsgesetz (FusG) vom November 1997 sieht in Art. 23 Abs. 3 VE FusG vor: «Besitzt die übernehmende Kapitalgesellschaft mindestens 98 Prozent der Stimmrechte der übertragenden Kapitalgesellschaft, so kann sie innerhalb von drei Monaten verlangen, dass ihr die verbleibenden Anteile gegen Erstattung des wirklichen Werts übertragen werden».

<sup>25</sup> Grundlegend: *Thomas von Ballmoos*, Art. 23 Abs. 3 VE Fusionsgesetz – ein problematischer Schritt in Richtung eines allgemeinen Rechts zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre (...), SJZ 95 (1999) 113 ff.

<sup>26</sup> Überzeugender Vorschlag für ein Austrittsrecht: *Alain Hirsch/Peter Nobel*, Projekt einer privaten Aktiengesellschaft, SZW 69 (1997) 132 [Art. 8].

<sup>27</sup> Dass beim BEHG kein Austrittsrecht gegeben ist, stellt kein Problem dar, weil der *Markt* bzw. die *Börse* als kompensierende «exit»-Form offen steht. Beim FusG, das nebst Publikums-AG bei Privat-AG anwendbar sein wird, verhält es sich anders; einzige «exit»-Form wäre ein *Austrittsrecht*.

<sup>28</sup> Allg.: *Flurin von Albertini*, The Appraisal Remedy – zum Austrittsrecht des Aktionärs im amerikanischen Gesellschaftsrecht (Diss. Zürich 1983).

<sup>29</sup> Hierzu etwa: *Nobel*, Finanzmarktrecht, § 10 N 249 ff. sowie N 330 ff. (Übergangsrecht).

<sup>30</sup> Grundlegend: *Hans Caspar von der Crone*, Angebotspflicht, SZW/Sondernummer BEHG (Zürich 1997) 44 ff.; des Weiteren: *Christian Köppli*, Die Angebotspflicht im neuen Börsengesetz, NZZ Nr. 88 (1996) 29.

<sup>31</sup> Statt aller: *Kunz*, Klagen, 38 sowie 48 f.

<sup>32</sup> *Kunz*, Publikumsgesellschaften, 146.

<sup>33</sup> Botschaft zum BEHG vom 24. Februar 1993: BBl 1993 I 1419 (Sonderdruck: 51). Ebenso: *Köppli*, Ausschluss, 56; *Küng/Huber/Kuster*, Kommentar, N 2 zu Art. 33 BEHG m.w.H.

<sup>34</sup> *Positiv* äussern sich etwa: *Bernet*, Regelung, 250; *Frei*, Börsengesetz, 729; *Böckli*, Aktienrecht, N 1661s. In der Tendenz *negativ* hingegen: *Weigl*, Börsenrecht, 97 («Art. 33 BEHG [ist] verschiedenerseits aus verfassungsrechtlichen Gründen für problematisch erachtet und seine Streichung gefordert worden. Dem ist zuzustimmen.»); *Kunz*, Publikumsgesellschaften, 146 f. sowie 148; *ders.*, Klagen, 48 f.

<sup>35</sup> Zur *rechtspolitischen* Kritik indes *Kunz*, Klagen, 49: «Dass mit dieser Klage der Minderheitenschutz unterlaufen werden kann, ist offensichtlich, handelt es sich hierbei doch *faktisch* um einen «Rauswurf» (...) von Gesellschaftern»; Hervorhebung im Original.

<sup>36</sup> SJZ 94 (1998) 191 Erw. II.: Vgl. dazu vorne II.A.

Möglichkeit des «Opting out»<sup>37</sup> offen und damit eine dispositive Ordnung zur Verfügung. Von der systematischen Stellung der *Kraftloserklärung* her – d.h. unmittelbar im Anschluss an die Angebotspflicht – liegt die Vermutung nahe, dass dieses Rechtsinstitut ebenfalls dispositiv sei. Tatsächlich erweist sich die Bestimmung aber als *zwingend*.

Schon aus dem Wortlaut von Art. 22 Abs. 2 BEHG kann e contrario abgeleitet werden, dass ein «*Opting out*» eine Kraftloserklärung *nicht verhindern* kann<sup>38</sup>, obwohl dies allenfalls wünschbar erscheint<sup>39</sup>. Regelmässig berücksichtigt der Gesetzgeber beim Erlass von zwingendem Aktienrecht oder Börsenrecht die Interessen der Minderheitsaktionäre, im Zusammenhang mit Art. 33 BEHG ist dies für einmal gerade nicht der Fall; die zwingende Ordnung bei Art. 33 BEHG kehrt die Schutzfunktion nämlich vielmehr in ihr Gegenteil<sup>40</sup>.

#### b) Überblick und Zusammenhänge

Die Kraftloserklärungsklage als tendenziell *minderheitengefährdendes* Rechtsinstitut hat verschiedene *Berührungspunkte* mit der Thematik des Minderheitenschutzes, seien diese positiv oder negativ. Hierzu ein nicht abschliessender Überblick<sup>41</sup>:

– *Institut des Mehrheitenschutzes*<sup>42</sup>: Mit der börsenrechtlichen Kraftloserklärung soll dem Anbieter als

neuer Mehrheit im Rahmen einer Gesellschaftsübernahme die Möglichkeit gegeben werden, sich einer äusserst kleinen Minderheit von Publikumsaktionären zu entledigen. Dieser Aspekt erweist sich von der Tendenz her als *negativ* für den Schutz der Minderheitsaktionäre. Als Korrelat zugunsten der Aktionäre kann immerhin die Preisgarantie im Rahmen von Art. 32 Abs. 4 BEHG betrachtet werden<sup>43</sup>.

- *Konkrete Ausgestaltung der Klage*: Es ist für den Anbieter bzw. die neue Mehrheit nicht möglich, die Minderheitsaktionäre ohne weiteres auszuschliessen, insbesondere sind verschiedene Voraussetzungen<sup>44</sup> zu beachten. Aktionäre, die sich gegen die Kraftloserklärung zur Wehr setzen wollen, haben Verteidigungsmöglichkeiten. Diese Aspekte erweisen sich von der Tendenz her als *positiv* für den Schutz der Minderheitsaktionäre, und zwar im Sinne eines angemessenen Mittelwegs und eines gesetzlichen Interessenausgleichs<sup>45</sup>.
- *Zwingende Ausgestaltung*: Art. 33 BEHG stellt, wie aufgezeigt<sup>46</sup>, eine zwingende Ordnung dar. Dieser Aspekt der Kraftloserklärungsklage erweist sich, weil die Klage als solche im Prinzip minderheitengefährdend ist, zumindest von der Tendenz her als *negativ* für den Schutz der Minderheitsaktionäre, weil es damit geradezu unmöglich wird, das Rechtsinstitut der Kraftloserklärung auszuschliessen.

Zusammenfassend wird bei der Untersuchung der Kraftloserklärungsklage ersichtlich, dass dieses Institut zwar tendenziell *gegen die Minderheitsaktionäre* gerichtet ist. Nichtsdestotrotz werden bei der konkreten Klageausgestaltung und im Bereich des Übergangsrechts die berechtigten Anliegen des Minderheitenschutzes bzw. des Schutzes der Publikumsaktionäre berücksichtigt, was eine *Relativierung der Gefährdung* bedeutet; bei der übergangsrechtlichen Frage zum konkreten Verfahren zur Ermittlung des «angemessenen

<sup>37</sup> Statt aller: *Christian Köppli*, Statutarischer Ausschluss und Modifikation der börsenrechtlichen Angebotspflicht, in: Jahrbuch des Handelsregisters 1996 (Zürich 1996) 26 ff.; allg.: *Roger M. Kunz*, Mehrwert für Aktionäre dank dem Börsengesetz? Für und wider das «opting out», NZZ Nr. 202 (1996) 29.

<sup>38</sup> Ausführlicher: *Kunz*, Publikumsgesellschaften, 147 m.w.H.

<sup>39</sup> *Kunz*, Publikumsgesellschaften, 147 FN 117: «Ein *Ausschluss der Kraftloserklärungsklage* für den Fall eines «Opting out» erscheint zwar unter dem Aspekt des *Minderheitenschutzes* verlockend: Sowohl das «Opting out» als auch die Kraftloserklärung untergraben nämlich in einem gewissen Umfang den Investorenschutz. Das Nicht-Zulassen einer Kraftloserklärung würde dann das Bedrohungspotential des «Opting out» *kompensieren* und wohl auch einen *sachgerechten Mittelweg* darstellen. M.E. spricht allerdings der Gesetzeswortlaut gegen eine solche Möglichkeit; Hervorhebungen im Original.

<sup>40</sup> Vgl. dazu hinten II.B.b.

<sup>41</sup> Nicht detailliert berücksichtigt werden insbesondere die Aspekte im Zusammenhang mit dem *Übergangsrecht* (Art. 54 BEHG); der entsprechenden Ordnung kommt trotz abnehmender Praxisrelevanz auch künftig ein *Modell-Charakter* für den Minderheitenschutz zu.

<sup>42</sup> Diese Thematik wird in der Schweiz regelmässig vernachlässigt; anders im Ausland, so etwa: *Rupert Bellinghausen*, Der Missbrauch von Minderheitsrechten in den Kapitalgesellschaften (Diss. Bonn 1994).

<sup>43</sup> Diese «Garantie» – nämlich die Zahlung des «Angebotspreises» – stellt ein Element der für den Schutz der Minderheitsaktionäre wichtigen «exit»-Variante dar; übergangsrechtlich ist der «angemessene Preis» zu diskutieren, der weitere Aspekte des Minderheitenschutzes beinhaltet.

<sup>44</sup> Vgl. dazu hinten III.A./B.

<sup>45</sup> Besonders interessant erscheint, dass prozessual die *Interessenwahrung der Minderheitsaktionäre* mittels des Rechtsinstituts der Beiladung bzw. des Beitritts ermöglicht werden soll: Vgl. dazu hinten III.B.b.

<sup>46</sup> Vgl. dazu vorne II.B.a.

Preises» wird mit dem Schutz der Minderheiten argumentiert, wenn auch mit verschiedenen Ergebnissen<sup>47</sup>.

### III. Besonderer Teil

#### A. Materielle Aspekte

##### a) Vorgehen eines öffentlichen Übernahmeangebots

Aus den Hinweisen in Art. 33 Abs. 1 BEHG auf den «Anbieter»<sup>48</sup> und auf «nach Ablauf der Angebotsfrist»<sup>49</sup> ist abzuleiten, dass eine Klage nur gutgeheissen werden kann, wenn ein sog. *öffentliches Kaufangebot* (Art. 22 ff. BEHG) *vorangegangen* ist<sup>50</sup>. Der Aktienerwerb auf einem anderen Weg<sup>51</sup> ist nicht ausgeschlossen, kann aber die Klage behindern<sup>52</sup>.

<sup>47</sup> Für *zwei getrennte Verfahren* die Praxis im *Kanton Zürich*; SJZ 94 (1998) 193: «Es verbleibt die Frage, wie dem Schutz [der] Minderheitsaktionäre am besten gedient wird» (a.a.O.: Erw. IV. 4.4. a.E.) sowie: «Den bestmöglichen Schutz der Minderheitsaktionäre bietet (...) ihr materiellrechtlicher Anspruch, den sie individuell erheben und notfalls gerichtlich durchsetzen können» (a.a.O.: Erw. IV. 4.5. a.E.); weiter werden die Interessen der Minderheitsaktionäre betont in: SJZ 94 (1998) 194 Erw. IV. 4.7./4.8. Scharf kritisiert diesen Entscheid insbesondere *Böckli*, Probleme, 253: «Darin [sc. im Zürcher Urteil] liegt eine schwer nachvollziehbare Gewichtung, ja eine Verkenning der kollektiven Interessenlage. (...) Durch diese keineswegs notwendige, sachwidrige Auslegung des in diesem Punkt nicht klaren Gesetzes hat das Zürcher Handelsgericht die Rechtsschutzinteressen der Anlegerschaft in dieser aussergewöhnlichen Situation einer privatrechtlichen Enteignung preisgegeben». Für ein *einheitliches Verfahren* hingegen die Praxis im *Kanton St. Gallen*; Handelsgericht St. Gallen mit Urteil vom 22. September 1998 (HG 22/1998) Erw. II. 6. d.: «Indem in einem einheitlichen Verfahren entschieden wird, ist der Anbieter gezwungen, gleichzeitig mit dem Antrag auf Kraftloserklärung eine Preisbestimmung (...) zu offerieren. Der Minderheitsaktionär kann damit mit der Publikation Kenntnis davon erhalten, welchen Preis der Anbieter (...) offeriert. Sofern dem Minderheitsaktionär der offerierte Preis angemessen erscheint, kann er auf eine Teilnahme am Verfahren [als Folge der «erga omnes»-Wirkung] verzichten».

<sup>48</sup> Hierzu auch: Art. 24 BEHG.

<sup>49</sup> Zur Angebotsfrist: Art. 27 BEHG.

<sup>50</sup> Statt aller: *Meier-Schatz*, Kaufangebote, 128; *Bernet*, Regelung, 244 FN 972; *Bohrer*; Takeovers, § 10 N 66 m.w.H.; *Möller*; Stellung, 126; *Köppli*, Ausschluss, 55 sowie 59 f.

<sup>51</sup> So wäre es möglich, dass ein potentieller Übernehmer *nicht* mittels eines *öffentlichen Übernahmeangebots*, sondern *an der Börse* oder *auf privater Ebene* mehr als 98 Prozent der Stimmrechte erwirbt; dies erscheint insbesondere bei den *unechten Publikums-AG* nicht unrealistisch.

<sup>52</sup> Ausführlicher: *Bernet*, Regelung, 244 f. m.w.H.

Der Grenzwert der Stimmrechte muss nicht unbedingt mittels Aktienerwerb im Rahmen von Art. 22 ff. BEHG überschritten werden, es besteht m.a.W. *kein Kausalitätserfordernis*. Um ein öffentliches Kaufangebot kommt der Anbieter allerdings nicht herum, ein solches ist somit zwar *nicht hinreichend, aber notwendig*<sup>53</sup>.

Es spielt keine Rolle, ob das öffentliche Angebot eine Barabgeltung («Kaufangebot»), ausschliesslich Aktien («Tauschangebot») oder eine Kombination davon vorsieht<sup>54</sup>. Sämtliche Varianten stellen ein «*öffentliches Kaufangebot*»<sup>55</sup> im Sinne des Börsenrechts<sup>56</sup> dar. Ebenso irrelevant ist, ob es sich beim öffentlichen Übernahmeangebot um ein *obligatorisches* Angebot (also im Rahmen der Angebotspflicht gemäss Art. 32 BEHG) oder um ein *freiwilliges* Angebot handelt<sup>57</sup>. Sieht die Zielgesellschaft ein «Opting out» vor, so wird der potentielle Übernehmer geradezu genötigt, ein freiwilliges Kaufangebot zu unterbreiten, um sich überhaupt auf Art. 33 BEHG berufen zu können.

Ein vorangehendes öffentliches Übernahmeangebot bedeutet eine präventive Sicherheitsschranke bzw. eine *Minimalgarantie* für die Publikumsaktionäre. Im Rahmen eines solchen Angebots werden nämlich bereits die *Interessen der Minderheitsaktionäre* berücksichtigt<sup>58</sup>. Es kann gesagt werden, dass das Erfordernis eines öffentlichen Kaufangebots gewisse Nachteile der Kraftloserklärung für die Minderheitsaktionäre *kompensiere*.

<sup>53</sup> Im folgenden Beispiel ist die erste materielle Voraussetzung erfüllt: Der potentielle Übernehmer erwirbt *60 Prozent* der Stimmrechte an der *Börse* und *38,1 Prozent* der Stimmrechte durch einen Kauf auf *ausserbörslicher Basis*; anschliessend führt er ein *öffentliches Übernahmeangebot* durch, in dessen Rahmen *keine einzige* Aktie angeboten wird.

<sup>54</sup> Gl.M.: *Köppli*, Ausschluss, 53 FN 9 m.w.H.; *Küng/Huber/Kuster*; Kommentar, N 7 zu Art. 33 BEHG.

<sup>55</sup> Die Begriffe «*öffentliches Kaufangebot*» sowie «*öffentliches Übernahmeangebot*» sind also *Synonyme*.

<sup>56</sup> Dies ergibt sich bereits aus der *Legaldefinition* von Art. 2 lit. e BEHG.

<sup>57</sup> Gl.M.: *Bernet*, Regelung, 244.

<sup>58</sup> Das börsenrechtliche Regime des öffentlichen Übernahmeangebots sieht verschiedene Instrumentarien vor, die gerade im Interesse der Minderheitsaktionäre liegen. Erwähnt seien nur etwa die *Prüfungspflicht durch eine Revisionsstelle* (Art. 25 BEHG) oder die *Stellungnahmepflicht des VR* (Art. 29 Abs. 1 BEHG); zur letzteren: *Dieter Zobl*, Rechtsstellung der Zielgesellschaft bei öffentlichen Kaufangeboten, SZW/Sondernummer BEHG (Zürich 1997) 62 ff.

### b) Überschreiten von 98 Prozent der Stimmrechte

Der Anbieter muss nach klarem Gesetzeswortlaut «über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte» der Zielgesellschaft verfügen (Art. 33 Abs. 1 BEHG)<sup>59</sup>. Mit der Formulierung «mehr als» wird festgehalten, dass das bloss Erreichen der 98 Prozent-Schwelle nicht ausreicht für eine Kraftloserklärung<sup>60</sup>, d.h. es braucht darüber hinaus mindestens ein zusätzliches Stimmrecht<sup>61</sup>. Basis ist die Gesamtzahl der im HR eingetragenen Aktien<sup>62</sup>.

Rechtspolitisch mag die Höhe der 98Prozent-Schwelle kritisiert, als «einigermassen willkürlich»<sup>63</sup> bezeichnet sowie de lege ferenda eine Herabsetzung auf 90 oder auf 95 Prozent postuliert werden<sup>64</sup>. Unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes ist der hohe Ansatz hingegen zu begrüessen, widerspiegelt er doch die «Zurückhaltung des Gesetzgebers, einen Ausschluss der Aktionäre leichtthin zuzulassen»<sup>65</sup>.

Bei der konkreten Berechnung der Schwelle stellen sich zwei Fragen, die mit dem Institut der eigenen Aktien von AG (Art. 659 ff. OR) in Zusammenhang stehen:

- Das Gesetz äussert sich nicht explizit zur Frage der Bemessungsgrundlage, d.h. zur Problematik, ob die Aktien mit ruhendem Stimmrecht zu berücksichtigen seien. Die Antwort ist nichtsdestotrotz klar:

<sup>59</sup> Diese Regelung wird präzisiert in Art. 54 BEHV, der sich zur Berechnung der Stimmrechte äussert.

<sup>60</sup> Anders als bei der Kraftloserklärung genügt es bei der Meldepflicht (Art. 20 Abs. 1 BEHG), wenn die gesetzlichen Grenzwerte erreicht werden, d.h. ein entsprechendes Überschreiten ist nicht nötig. Gleich wie bei der Kraftloserklärung muss bei der Angebotspflicht (Art. 32 Abs. 1 BEHG) der Grenzwert überschritten werden.

<sup>61</sup> Kunz, Klagen, 48; ders., Publikumsgesellschaften, 146; im Ergebnis gl.M.: Bernet, Regelung, 243 FN 964. Unpräzise: Köppli, Ausschluss, 60 FN 121 («über 98 Prozent der Stimmrechte verfügen») sowie ein Urteil: SJZ 94 (1998) 191 Erw. II. («die letzten 2 %» sowie «Umfang von 2% neue Aktien»).

<sup>62</sup> Statt aller: Köppli, Ausschluss, 60 FN 123; Bernet, Regelung, 243 FN 965.

<sup>63</sup> Möller, Stellung, 127; ähnlich: Weigl, Börsenrecht, 98.

<sup>64</sup> Die Expertengruppe zur Erarbeitung des BEHG sah ursprünglich 95 Prozent als Grenzwert vor, kam dann aber «zum Schluss, dass 98% angemessener sind» (Bericht zum VE BEHG vom März 1991: 91); für 90 Prozent als Grenzwert – bezogen auf das Aktienkapital und nicht auf die Stimmrechte – sprechen sich aus: Möller, Stellung, 127 f.; Tschäni, Übernahmeangebote, 315. Auch Bernet, Regelung, 250 FN 997 betrachtet den aktuellen Grenzwert als «zu hoch angesetzt».

<sup>65</sup> Köppli, Ausschluss, 60 FN 121 a.E.; ähnlich: Bernet, Regelung, 244.

Solche Aktien müssen hinzugezählt und somit als Teil der Basis betrachtet werden<sup>66</sup>. Es ist als gesetzgeberische Nachlässigkeit und nicht als qualifiziertes Schweigen zu betrachten, dass das Parlament die bei der Meldepflicht<sup>67</sup> sowie bei der Angebotspflicht<sup>68</sup> enthaltene Klarstellung zum Stimmrecht, «ob ausübbar oder nicht», hier unterlassen hat<sup>69</sup>. Der Bundesrat gibt ebenfalls eine eindeutige Antwort<sup>70</sup>.

- Folglich reduzieren die eigenen Aktien der Zielgesellschaft, deren Stimmrechte ruhen (Art. 659a Abs. 1 OR), die Bemessungsgrundlage nicht, d.h. diese Aktien können nicht in Abzug gebracht werden. Die Übernahmekommission (UEK) geht nun aber in der sog. Stellungnahme Nr. 1 davon aus, dass die eigenen Aktien und deren ruhende Stimmrechte zumindest dem Anbieter angerechnet werden<sup>71</sup>, und vertritt damit eine wirtschaftliche Betrachtungsweise, die den Minderheitenschutz unterlaufen kann.

Ein solches Verständnis der UEK findet im Börsenrecht keine Stütze<sup>72</sup> und muss abgelehnt werden<sup>73</sup>.

<sup>66</sup> Gl.M.: Küng/Huber/Kuster, Kommentar, N 8 zu Art. 33 BEHG; Bohrer, Takeovers, § 10 N 66; Bernet, Regelung, 243.

<sup>67</sup> Art. 20 Abs. 1 BEHG.

<sup>68</sup> Art. 32 Abs. 1 BEHG.

<sup>69</sup> Eine vergleichbare Unsorgfältigkeit des Gesetzgebers hat beim börsenrechtlichen Übergangsrecht stattgefunden; die Klarstellung zum Stimmrecht – also: «ob ausübbar oder nicht» – fehlt nämlich ohne ersichtlichen Grund in allen entsprechenden Bestimmungen, d.h. in Art. 51 BEHG, in Art. 52 BEHG sowie in Art. 54 BEHG.

<sup>70</sup> Art. 54 lit. a BEHV: «Zur Feststellung, ob der Grenzwert von 98 Prozent nach Artikel 33 Absatz 1 des [BEHG] überschritten ist oder nicht, werden (...) auch die Aktien berücksichtigt, deren Stimmrechte ruhen». Die Materialien sind eindeutig, so im Ergebnis gleich, wenn auch in der Formulierung noch anders: Art. 35 E-BEHV; hierzu insbesondere der Entwurf des Eidg. Finanzdepartements vom 22. September 1995 zur BEHV [Erläuterungen E-BEHV]: 20 N 64 a.A.

<sup>71</sup> Stellungnahme Nr. 1 der UEK vom 21. Juli 1997, II. Ziff. 2 a.E.: «So werden (...) die von der Gesellschaft selbst gehaltenen Beteiligungspapiere grundsätzlich als eigene Beteiligungspapiere des Anbieters berücksichtigt; Hervorhebungen hinzugefügt.

<sup>72</sup> Die ohne jegliche Begründung aufgestellte abenteuerliche Behauptung, wonach «sich ein Anbieter auch die Aktien im Eigenbestand der von ihm übernommenen Gesellschaft anrechnen lassen [dürfe], obschon die entsprechenden Stimmrechte ruhen» (Erläuterungen E-BEHV: 20 N 64 a.E.; Hervorhebungen hinzugefügt), findet de lege lata keinen Ausdruck im Verordnungstext und ist nicht zu berücksichtigen.

<sup>73</sup> A.M.: Bernet, Regelung, 243; offen: Köppli, Ausschluss, 60 FN 125a.

Zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft, die verschiedene Rechtssubjekte sind und dies selbst nach einer Kraftloserklärung bleiben, besteht mithin keine Personalunion, die eine solche Addition erlauben würde.

Die hier bei der zweiten Fragestellung vertretene «Nicht-Anrechnung beim Anbieter» hat zur Folge, dass eine Kraftloserklärungsklage abzuweisen ist, wenn eine Zielgesellschaft *mindestens zwei Prozent* ihrer Aktien als eigene Aktien hält. Dass dieser Umstand bei allfälligen *Abwehrstrategien* des Verwaltungsrats eine gewisse, wohl aber nicht zu überschätzende Rolle spielen kann<sup>74</sup>, braucht nicht weiter erörtert zu werden.

### c) Klagefrist von drei Monaten

Die Befristung des Klagerechts – notabene eine Verwirkungsfrist<sup>75</sup> – begrenzt den Mehrheitenschutz und stärkt den *Minderheitenschutz*. Die Frist von drei Monaten, die de lege ferenda allerdings zu verkürzen wäre<sup>76</sup>, «widerspiegelt die Absicht des Gesetzgebers, das aktienrechtliche Prinzip der Unentziehbarkeit der Mitgliedschaft *möglichst wenig einzuschränken* und den Ausschluss von Aktionären nur in engen Grenzen zuzulassen»<sup>77</sup>.

Die Stimmrechtsschwelle muss gemäss klarem Gesetzeswortlaut «nach Ablauf» der Angebotsfrist *bereits erreicht* sein, d.h. die anschliessende Klagefrist darf *nicht verwendet* werden, um durch *spätere* Aktienkäufe überhaupt erst den Grenzwert zu überschreiten. Die Klage eines Anbieters, der bei Beginn der

Klagefrist nicht über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt, ist folglich *abzuweisen*<sup>78</sup>. Dies gilt selbst für den Fall, dass im Moment der Klageerhebung der Grenzwert überschritten wird<sup>79</sup>.

Die Klagefrist *beginnt* zu laufen «nach Ablauf der Angebotsfrist» (Art. 33 Abs. 1 BEHG). Eine im Rahmen des öffentlichen Übernahmeangebots erfolgte obligatorische Nachfrist (Art. 27 Abs. 2 BEHG) schiebt den Fristenlauf hinaus<sup>80</sup>, d.h. der Begriff der «Angebotsfrist» meint Angebotsfrist zuzüglich einer allfälligen Nachfrist. Zur Bestimmung des *Endes* des Fristenlaufs ist Art. 77 Abs. 1 Ziff. 3 OR analog heranzuziehen<sup>81</sup>.

### d) Keine Dekotierung vor dem Urteil

Zur Gutheissung einer Kraftloserklärungsklage muss schliesslich eine vierte Voraussetzung erfüllt sein, nämlich die *andauernde Kotierung*. Das Gesetz schweigt sich zu dieser Frage aus. Die h.M.<sup>82</sup> sowie die Stellungnahme Nr. 1 der UEK<sup>83</sup> betrachten die Kotierung zumindest bei der übergangsrechtlichen Regelung *nicht* als Voraussetzung für eine Kraftloserklärungsklage, d.h. eine solche Klage soll selbst nach einer *Dekotierung* zulässig sein.

Diese Ansicht ist im Hinblick auf die reguläre Ordnung im Sinne von Art. 33 BEHG *abzulehnen*. Die börsenrechtliche Kraftloserklärung als Ausschlussrecht ist konzeptionell nur zulässig, weil als *Korrelat* für die Gesellschafter eine «*exit*»-Form besteht, nämlich der

<sup>74</sup> So kann der VR den *Rückkauf von zwei Prozent der Aktien* durch die AG veranlassen und damit für einen künftigen Anbieter einen gewissen «*nuisance value*» schaffen; für eine Kraftloserklärung wäre der neue Mehrheitsaktionär gezwungen, von der AG mindestens eine Aktie zu erwerben, was nach dem Austausch des VR kein Problem sein sollte, und *danach* ein (allenfalls zweites) öffentliches Kaufangebot durchzuführen.

<sup>75</sup> Kunz, Klagen, 76; Bernet, Regelung, 248 FN 983.

<sup>76</sup> Rechtspolitisch scheint eine Frist von *zwei Monaten* – wie bei der aktienrechtlichen Anfechtungsklage (Art. 706a Abs. 1 OR) – angemessener zu sein: Anders als bei der Anfechtungsklage werden die Minderheitsaktionäre nämlich über das hängige Kraftloserklärungsverfahren sogar *orientiert* mit dem börsenrechtlichen *Rechtsinstitut der Beiladung*; umso weniger scheint es gerechtfertigt, bei Art. 33 BEHG eine längere Frist als bei Art. 706 f. OR vorzusehen. Zur Kritik an der fehlenden richterlichen Informationspflicht bzw. Beiladung bei Anfechtungsprozessen: Kunz, Klagen, 103.

<sup>77</sup> Köppli, Ausschluss, 61; Hervorhebung hinzugefügt.

<sup>78</sup> In der Praxis dürfte eine solche Situation dadurch «gerettet» werden, dass *noch einmal* ein öffentliches Übernahmeangebot durchgeführt wird.

<sup>79</sup> A.M.: Köppli, Ausschluss, 60 («Dabei ist *nicht* erforderlich, dass der Schwellenwert von 98 Prozent *im Zuge der Andienung* der Papiere beim *öffentlichen Kaufangebot* erreicht wird. Ausreichend ist, dass der Anbieter *im Zeitpunkt der Klageeinleitung* über diesen Anteil an Stimmrechten verfügt»; Hervorhebungen hinzugefügt – ähnlich ausserdem: a.a.O.: 64 FN 183); des weiteren: Nobel, Kraftloserklärung, 38, der für «später erworbene Titel» eine «offene Haltung» empfiehlt.

<sup>80</sup> Küng/Huber/Kuster, Kommentar, N 9 zu Art. 33 BEHG; Köppli, Ausschluss, 61 FN 130 sowie 63 FN 160.

<sup>81</sup> Für den Bereich der *aktienrechtlichen Klagen* bereits: Kunz, Klagen, 77 m.w.H.

<sup>82</sup> Hierzu etwa: Frei, Übernahmeangebote, 200; Küng/Huber/Kuster, Kommentar, N 10 f. zu Art. 33 BEHG; Bernet, Regelung, 246; Nobel, Kraftloserklärung, 38.

<sup>83</sup> Stellungnahme Nr. 1 der UEK, I. Ziff. 1 a.E.: «Demzufolge kann *Artikel 54 BEHG* auch dann *angewandt* werden, wenn die Titel der Gesellschaft nach dem öffentlichen Kaufangebot *dekotiert* wurden»; Hervorhebungen hinzugefügt.

Börsenhandel. Bei den *Privat-AG*, und um solche handelt es sich bei den *Publikums-AG* im Anschluss an die Dekotierung, ist das *BEHG* nicht anwendbar, und es gibt kein aktienrechtliches Austrittsrecht<sup>84</sup>, das ein vergleichbares Korrelat darstellt.

Eine Kraftloserklärung kann nur zulässig sein, bis die *Publikums-AG* untergeht, also bis zur Dekotierung. Massgeblicher Zeitpunkt, bis zu dem eine Kotierung aufrechterhalten bleiben muss, ist die *Rechtskraft des Urteils* im Kraftloserklärungsprozess. Die Voraussetzung einer andauernden Kotierung ist ebenfalls mindestens mittelbar dem *Minderheitenschutz* dienlich.

## B. Formelle Aspekte

### a) Parteien und weitere prozessuale Fragen

Die börsenrechtliche Kraftloserklärungsklage ist eine *Gestaltungsklage*<sup>85</sup>, deren positiver oder negativer Entscheid für jedermann verbindlich ist, insbesondere für die Aktionäre. Dem Urteil kommt somit eine sog. «*erga omnes*»-Wirkung<sup>86</sup> zu. Die Klage löst ein *Zweiparteienverfahren*<sup>87</sup> mit dem Anbieter als Kläger und der Gesellschaft als beklagte Partei aus:

– *Klägerische Partei*: Der Anbieter im Rahmen des Übernahmeangebots ist aktivlegitimiert (Art. 33 Abs. 1 BEHG: «Anbieter» bzw. «er»)<sup>88</sup>. Es stellt sich die Frage, ob dessen *Rechtsnachfolger* ebenfalls klagebefugt sei<sup>89</sup>. Die UEK bejaht diese Frage<sup>90</sup>, zumindest für die übergangsrechtliche Ordnung<sup>91</sup>. Dieser Ansatz kann verallgemeinert

werden, d.h. *jeder materielle* Rechtsnachfolger<sup>92</sup> – sei es durch Singularsukzession<sup>93</sup> oder durch Universalsukzession<sup>94</sup> – ist aktivlegitimiert<sup>95</sup>. Im Vordergrund dürfte die rechtsgeschäftliche Übertragung auf eine andere Konzerngesellschaft stehen<sup>96</sup>.

– *Beklagte Partei*: Die Kraftloserklärungsklage ist «gegen die Gesellschaft [zu] erheben» (Art. 33 Abs. 1 BEHG), d.h. gegen die *Zielgesellschaft* als solche<sup>97</sup>. Dass die Klage nicht gegen die *auszuschliessenden Minderheitsaktionäre*, sondern gegen die AG gerichtet sein muss, wird wie folgt zu erklären versucht: «Immerhin kann man dabei noch (wenn auch mit starken Vorbehalten) sagen, es spielten gewisse Interessen der Beklagten [sc. der AG] eine Rolle, gehe es doch um ihre Aktien, welche gemäss Klage kraftlos erklärt werden sollen und die sie durch Ausgabe neuer zu ersetzen hat»<sup>98</sup>.

Dass die Zielgesellschaft einzuklagen ist, wirkt sich auf den *Gerichtsstand* aus. Die Zuständigkeit wird trotz Fehlens einer börsenrechtlichen Regelung<sup>99</sup> am statutarischen Sitz der AG begründet<sup>100</sup>. Der Prozess wird

Gesellschaft *übernommen* hat und über mehr als 98 Prozent der Stimmrechte dieser Gesellschaft verfügt»; Hervorhebungen hinzugefügt. Identisch bereits Art. 39 Abs. 7 E-BEHV; des weiteren: *Nobel*, Kraftloserklärung, 38.

<sup>92</sup> Es geht also nicht etwa um die Rechtsnachfolge im Prozess, über deren Zulässigkeit entscheidet jeweiligen das kantonale Zivilprozessrecht.

<sup>93</sup> Beispiel: *Aktienkauf* vom Anbieter.

<sup>94</sup> Beispiel: *Erbschaft* oder *Fusion*.

<sup>95</sup> Der Rechtsnachfolger muss *mehr als 98 Prozent der Stimmrechte* übertragen erhalten haben.

<sup>96</sup> In diesem Sinne bereits (allerdings im übergangsrechtlichen Kontext) die Erläuterungen E-BEHV: 24 N 80; allg.: *Christian Köppli*, Flurbereinigung bei Konzernbeteiligungen? Ausschluss von Minderheitsaktionären im neuen Börsengesetz, NZZ Nr. 58 (1997) 28.

<sup>97</sup> Hierzu etwa: *Kunz*, Klagen, 68 sowie 129; *ders.*, Publikums-gesellschaften, 147; *Bernet*, Regelung, 248.

<sup>98</sup> SJZ 94 (1998) 193 Erw. IV. 4.6.

<sup>99</sup> Einige Klagen des Aktienrechts enthalten eine *explizite* Bestimmung zum *Gerichtsstand*, und zwar ist er jeweiligen am Sitz der beklagten AG: Vinkulierungsklagen (Art. 685b Abs. 5 Satz 1 OR); Informationsklagen (Art. 697 Abs. 4 OR); Verantwortlichkeitsklagen (Art. 761 OR).

<sup>100</sup> Ausführlicher: *Kunz*, Klagen, 129 m.w.H. generell zu den *aktienrechtlichen* Klagen. Zumind. im Ergebnis gl.M.: *Bernet*, Regelung, 248 m.w.H. in FN 984; *Nobel*, Kraftloserklärung, 39; *Küng/Huber/Kuster*, Kommentar, N 9 sowie N 21 zu Art. 33 BEHG; zu Unrecht verweisen diese Autoren – wie notabene auch *Köppli*, Ausschluss, 63 FN 162 – auf Art. 977 Abs. 1 OR bzw. auf Art. 981 Abs. 2 OR (a.a.O.: N 21 zu Art. 33 BEHG), hat doch die *wertpapierrechtliche* Kraftloserklärung *nichts* zu tun mit Art. 33 BEHG. Korrekt

<sup>84</sup> Vgl. dazu vorne II.A.

<sup>85</sup> *Kunz*, Klagen, 106; *ders.*, Publikumsgesellschaften, 147; *Nobel*, Kraftloserklärung, 40. So nunmehr gerichtlich bestätigt: SJZ 94 (1998) 191 Erw. III. a.A.; ZR 97 (1998) Nr. 33, 97 Erw. 2.2. a.A.

<sup>86</sup> *Böckli*, Aktienrecht, N 1661s a.E.; *Küng/Huber/Kuster*, Kommentar, N 23 zu Art. 33 BEHG; *Kunz*, Publikumsgesellschaften, 147; *ders.*, Klagen, 103.

<sup>87</sup> *Nobel*, Übernahme, 164; *ders.*, Kraftloserklärung, 38. Ebenso: ZR 97 (1998) Nr. 33, 97 Erw. 2.1.

<sup>88</sup> Statt aller: *Kunz*, Publikumsgesellschaften, 147; *Bernet*, Regelung, 248.

<sup>89</sup> Auf den ersten Blick scheint *Nobel*, Übernahme, 164 diese Ansicht zu vertreten: «Kläger ist der Bieter bzw. dessen Rechtsnachfolger»; diese allgemeine Aussage wird allerdings sogleich wieder relativiert durch den Hinweis auf die Bestimmung von Art. 58 Abs. 10 BEHV, bei der es um die *übergangsrechtliche Ordnung* von Art. 54 BEHG geht.

<sup>90</sup> Stellungnahme Nr. 1 der UEK: I. Ziff. 2.

<sup>91</sup> Für diese Auslegung von Art. 54 BEHG spricht Art. 58 Abs. 10 BEHV: «Die Kraftloserklärung der restlichen Beteiligungspapiere nach Artikel 54 des Gesetzes kann auch verlangen, wer die von einem Anbieter gestützt auf ein öffentliches Angebot erworbenen Beteiligungspapiere einer

nicht in einem summarischen, sondern in einem *ordentlichen Verfahren* abgewickelt<sup>101</sup>. Ein Summarverfahren wäre nicht zweckmässig, «zumal es den Beteiligten [v.a. den Minderheitsaktionären] möglich sein muss, im Verfahren um Kraftloserklärung gemäss Art. 33 BEHG Argumente *gegen die Rechtmässigkeit der Übernahme* vorzubringen»<sup>102</sup>. Dem Minderheitenschutz wird dadurch am ehesten entsprochen.

Da es sich um eine Gestaltungsklage handelt, wird vorgebracht, dass sie «einer Anerkennung oder Vergleichslösung nicht zugänglich» sei<sup>103</sup>. Bei den aktienrechtlichen Gestaltungsklagen wird diese Ansicht (zu Art. 706 aOR) wie folgt begründet<sup>104</sup>: «[L.] annulation d'une telle décision est *opposable à tous les actionnaires (...)* et cet effet absolu suppose un jugement. *Il est évident, en effet, qu'un actionnaire ne pourrait, par un accord extrajudiciaire passé avec le représentant de la société, annuler une décision de l'assemblée générale et lier par cette convention les autres actionnaires*»<sup>105</sup>.

Diese Argumentation überzeugt nun aber bei Art. 33 BEHG gerade *nicht*. Anders als bei den Anfechtungs- und Auflösungsklagen des Aktienrechts kann bzw. soll der Minderheitsaktionär dem Verfahren nämlich *beitreten*<sup>106</sup>, um seine Interessen wahrzunehmen (Motto: «Selbst ist der Aktionär»)<sup>107</sup>. Unter-

bleibt ein Beitritt, so ist dies der AG und dem Übernehmer nicht vorzuwerfen<sup>108</sup>. Das Schutzinstrumentarium einer fehlenden Anerkennungs- und Vergleichsfähigkeit erweist sich bei Art. 33 BEHG weder als zwingend noch als sachlich begründet. Die Kraftloserklärungsklagen sind *anerkennungsfähig, vergleichsfähig und schiedsfähig*<sup>109</sup>.

#### b) Beiladung und Beitritt der Minderheitsaktionäre

Infolge der erwähnten «erga omnes»-Wirkung sollen die Gesellschafter über die Anhebung einer solchen börsenrechtlichen Klage *orientiert*<sup>110</sup> und *beigeladen* werden: «Erhebt der Anbieter [eine Kraftloserklärungsklage], so macht dies die Richterin oder der Richter öffentlich bekannt und weist die restlichen Aktionäre darauf hin, dass sie dem Verfahren beitreten können. Die Richterin oder der Richter setzt dafür eine Frist von mindestens drei Monaten. Die Frist beginnt am Tag der ersten Bekanntmachung» (Art. 55 Abs. 1 BEHV)<sup>111</sup>.

Nach dem ersten Schritt der *Beiladung*<sup>112</sup> folgt als möglicher zweiter Schritt der *Beitritt* zum Prozess durch die Aktionäre auf der Seite der beklagten AG. Die Aktionäre sind *nicht Hauptpartei* des Kraftloserklärungsverfahrens, sie sollen aber «dem Verfahren beitreten» können (Art. 33 Abs. 1 Satz 3 BEHG). Diese

ZR 97 (1998) Nr. 33, 97: «Von einer *analogen Handhabung* der Zuständigkeitsbestimmungen der ZPO [sc. im Zusammenhang mit Art. 981 ff. OR] für das Kraftloserklärungsverfahren gemäss BEHG kann demnach *keine Rede* sein» (Erw. 2.1 a.E.); Hervorhebungen hinzugefügt.

<sup>101</sup> Für den Kanton Zürich bestätigt: ZR 97 (1998) Nr. 33, 98 Erw. 2.2.; dasselbe hielt das Handelsgericht St. Gallen mit Urteil vom 22. September 1998 (HG 22/1998) für den Kanton St. Gallen fest: Erw. II. 2. a.E. Des weiteren: *Köpfli*, Ausschluss, 63 FN 161; *Küng/Huber/Kuster*, Kommentar, N 20 zu Art. 33 BEHG.

<sup>102</sup> ZR 97 (1998) Nr. 33, 98 Erw. 2.2.; Hervorhebung hinzugefügt.

<sup>103</sup> Zürcher Handelsgericht: SJZ 94 (1998) 191 Erw. III. a.A. (zweifelnd, a.a.O.: «Es dürfte wohl»); unentschieden das Handelsgericht St. Gallen mit Urteil vom 22. September 1988: Erw. I. 2.

<sup>104</sup> Eine *detaillierte Übersicht* zur Problematik bei: *Kunz*, Klagen, 83 f. m.w.H.

<sup>105</sup> BGE 80 I 390 Erw. 4; Hervorhebungen hinzugefügt. Jüngst (zu Art. 691 Abs. 3 OR): BGE 122 III 283 f. Erw. 3. c. aa. (obiter).

<sup>106</sup> Vgl. dazu hinten III.B.b.

<sup>107</sup> Dass die Aktionäre einem *aktienrechtlichen* Anfechtungs- und Auflösungsprozess *nicht beitreten* können, entspricht zwar der h.M. und Praxis, ist aber nicht zwingend und sollte *geändert* werden: *Kunz*, Klagen, 103 FN 41 (de lege lata ist allerdings wohl noch von einer fehlenden Vergleichsfähigkeit bei Anfechtungsklagen gemäss Art. 706 f. OR und bei Art. 736 Ziff. 4 OR auszugehen: a.a.O. 84).

<sup>108</sup> Der *Minderheitsaktionär* muss sich entgegenhalten lassen: «*Les absents ont toujours tort*». Im Vordergrund steht die *Eigenverantwortlichkeit* des Aktionärs.

<sup>109</sup> Es gibt keinen Grund, die Vergleichsfähigkeit einerseits sowie die Schiedsfähigkeit andererseits unterschiedlich zu behandeln: *Kunz*, Klagen, 84, 176 FN 13 sowie 178 f. m.w.H.

<sup>110</sup> Die *Kosten* der entsprechenden *SHAB-Publikationen* – die Bekanntmachung muss mindestens *dreimal im SHAB* erfolgen (Art. 55 Abs. 2 Satz 1 BEHV) – sind vom *Anbieter* zu tragen und selbst für den Fall einer *Gutheissung* der Klage *nicht* auf die *Zielgesellschaft* zu überwälzen: *Kunz*, Klagen, 103 FN 42.

<sup>111</sup> Diese börsenrechtliche Ordnung, nämlich eine vorgängige *richterliche Informationspflicht* gegenüber den von einem Urteil betroffenen *Minderheitsaktionären*, sollte generell als *Modell* betrachtet und bereits de lege lata angewendet werden, und zwar bei den *aktienrechtlichen Gestaltungsklagen* (z.B. bei Anfechtungsklagen und bei Auflösungsklagen aus wichtigen Gründen); ausführlicher zu dieser Thematik des prozessualen Minderheitenschutzes: *Kunz*, Klagen, 103 m.w.H.

<sup>112</sup> *Kunz*, Klagen, 68 FN 129: «Es handelt sich hierbei [sc. bei der Beiladung] um eine (bundesrechtliche) Nebenintervention»; Hervorhebung weggelassen. Relativierend: *Küng/Huber/Kuster*, Kommentar, N 22 zu Art. 33 BEHG.

Ordnung – zu Recht etwa auch als «Kunstgriff»<sup>113</sup> bezeichnet – führt dazu, dass «die von der Kraftloserklärung am meisten betroffenen Minderheitsaktionäre nur fakultativ am Verfahren beteiligt» sind<sup>114</sup>.

Beim Beitritt handelt es sich um eine *streitgenössische Nebenintervention*<sup>115</sup>, wie sich dies bereits anhand der Materialien ohne weiteres ergibt<sup>116</sup>. Der intervenierende Aktionär, der regelmässig eine andere Meinung als die faktisch wohl bereits vom Anbieter beherrschte AG vertreten dürfte<sup>117</sup>, ist folglich *nicht gebunden* an die Anträge bzw. an das sonstige Prozessverhalten der beklagten Zielgesellschaft<sup>118</sup> oder auch an einen gerichtlichen oder aussergerichtlichen Vergleich der Zielgesellschaft mit dem Kläger<sup>119</sup>.

Die prozessrechtliche Nichtgebundenheit des intervenierenden Minderheitsaktionärs gilt nicht allein für das *erstinstanzliche Verfahren*. Der Gesellschafter erhält zu seinem Schutz mit dem Beitritt von Bundesrechts wegen das Recht, allfällige *Rechtsmittel* auf kantonaler Ebene gegen das Kraftloserklärungsurteil zu ergreifen. Schliesslich können dem Aktionär im Einzelfall die bundesrechtlichen Rechtsmittel (z.B. die

Berufung an das Bundesgericht) ebenfalls offen stehen. Diese Möglichkeiten hat der Minderheitsaktionär unabhängig davon, wie sich die beklagte Zielgesellschaft verhält.

Durch einen Beitritt, durch gewisse prozessuale Anträge und schliesslich durch das Einlegen von Rechtsmitteln hat es der Aktionär in der Hand, das Ziehen eines Schlussstrichs für den Anbieter, die Zielgesellschaft und für allfällige andere Aktionäre zu verhindern. Dass bei einer solchen Ausgangslage durchaus bei bestimmten Minderheitsaktionären eine gewisse *querulatorische Energie* ausgelöst werden kann, liegt auf der Hand. Materiellrechtliche Abwehrmöglichkeiten liegen beim *Rechtsmissbrauchsverbot*, prozessuale Verteidigungen allenfalls beim *Rechtsschutzinteresse*, das ein Intervenient geltend machen muss.

Nicht zuletzt in diesem Zusammenhang interessiert ein weiterer Aspekt. Mit einem Beitritt zu einem Kraftloserklärungsverfahren sind allerdings nicht nur Rechte verbunden, es können durchaus auch Risiken bzw. Pflichten – insbesondere *Kostenpflichten* – für den Minderheitsaktionär entstehen, und zwar von Bundesrechts wegen<sup>120</sup>; hierbei gilt es im Grundsatz zu unterscheiden zwischen zwei Fallkonstellationen:

(i) Unterliegt der Aktionär im Verfahren mit Anträgen, die materiell mit dem Begehren der Zielgesellschaft übereinstimmen<sup>121</sup>, so wird er *solidarisch haftbar* mit der unterliegenden beklagten Partei für Gerichtskosten und allenfalls für Parteientschädigungen.

(ii) Verliert er mit selbständigen Anträgen<sup>122</sup>, so kann der Richter den *Intervenienten* zur Tragung der Gerichtskosten sowie allenfalls zur Bezahlung einer Parteientschädigung an den Kläger verpflichten<sup>123</sup>.

<sup>113</sup> SJZ 94 (1998) 193 f. Erw. IV. 4.6.

<sup>114</sup> *Köpfli*, Ausschluss, 63 FN 163.

<sup>115</sup> *Bernet*, Regelung, 248 FN 989; es handelt sich um eine *selbständige Nebenintervention*: *Köpfli*, Ausschluss, 63 FN 168 m.w.H. Des weiteren: *Kunz*, Klagen, 68 FN 129 («Nebenintervention»); *Nobel*, Kraftloserklärung, 39 spricht ebenfalls von einer «Nebenintervention». Offen noch: SJZ 94 (1998) 191 f. Erw. III.

<sup>116</sup> Hingewiesen sei auf die Erläuterungen E-BEHV: 21 N 66 f.

<sup>117</sup> Ähnlich die Erläuterungen E-BEHV: 21 N 66 («Die Tatsache, dass der Anbieter die beklagte Gesellschaft im Zeitpunkt der Klageeinreichung beherrscht, wird nun aber regelmässig zur Folge haben, dass sich die beklagte Gesellschaft der Klage nicht widersetzt»).

<sup>118</sup> Hierzu: *Bernet*, Regelung, 248 f.; *Köpfli*, Ausschluss, 63 FN 168. Dies gelangt explizit zum Ausdruck in Art. 55 Abs. 3 BEHV: «Treten Aktionäre dem Verfahren bei, so sind sie in ihren Prozesshandlungen von der beklagten Gesellschaft unabhängig». In diesem Sinne bereits Art. 36 Abs. 3 E-BEHV; des weiteren die Erläuterungen E-BEHV: 21 N 66 f. Allg. etwa: *Oscar Vogel*, Grundriss des Zivilprozessrechts (5. A. Bern 1997) § 27 N 75 sowie N 77; *Hans Ulrich Walder-Richli*, Zivilprozessrecht (4. A. Zürich 1996) § 13 N 19 ff.

<sup>119</sup> Bei Bestehen eines *Beitritts* kann somit trotz eines gerichtlichen oder aussergerichtlichen *Vergleichs*, der nur den Kläger und die beklagte Partei, nicht aber den Intervenienten bindet, das hängige Verfahren zur Kraftloserklärung *nicht abgeschlossen* werden; der Richter hat vielmehr durch eigene Rechtsfindung einen Sachentscheid zu fällen. Einem allfälligen *querulatorischen Verhalten* des Intervenienten kann der Richter zumindest im Rahmen der Kostenverteilung bzw. der Parteientschädigung noch Rechnung tragen.

<sup>120</sup> Die folgende *bundesrechtliche* Ordnung gilt unbeschaden davon, ob überhaupt bzw. welche Regelungen im konkret anwendbaren kantonalen Zivilprozessrecht vorgesehen sind; diese Ordnung ergibt sich unmittelbar aus dem *Börsenrecht*, insbesondere aus dem *Wesen* der börsenrechtlichen Kraftloserklärungsklage.

<sup>121</sup> Hierbei dürfte es in erster Linie darum gehen, dass sowohl die beklagte AG als auch der intervenierende Aktionär die *Abweisung* der Kraftloserklärungsklage beantragen.

<sup>122</sup> Dies wäre beispielsweise dann der Fall, wenn die beklagte AG (bzw. deren VR) sich mit dem Kläger *vergleicht*, was nach der hier vertretenen Ansicht möglich ist (vgl. dazu vorne III.B.a.) und nicht selten der Fall sein dürfte, der Aktionär nichtsdestotrotz aber weiterhin auf *Abweisung* der Klage besteht.

<sup>123</sup> Mit einer solchen Ordnung wird dem Richter ein Instrument in die Hand gegeben, um mögliches *Querulantum* zu *verhindern* oder mindestens zu «bestrafen».

Erfolgt *kein Beitritt* durch einen Minderheitsaktionär, so wird als Folge der *Dispositionsmaxime*<sup>124</sup> ohne detaillierte Prüfung des Prozessstoffes zugunsten der Klägers entschieden, d.h. die Klage wird *gutgeheissen*. Dies ist angängig, «weil aus dem fehlenden Beitritt der restlichen Aktionäre geschlossen werden kann, dass diese auf die Geltendmachung allfällig gegen die Kraftloserklärung sprechender Interessen verzichtet haben»<sup>125</sup>. Die *Eigenverantwortlichkeit der Minderheitsaktionäre* steht somit bei der Kraftloserklärungsklage im Vordergrund und wird durch die Beitrittsmöglichkeit noch hervorgehoben, was zu begrüssen ist.

#### c) *Kosten und Entschädigungen*

Die Gerichtskosten sowie die Parteientschädigungen basieren bei der Kraftloserklärungsklage auf dem *Streitwert* des konkreten Verfahrens. Hierbei «ergibt sich der Streitwert aus der Multiplikation der Anzahl kraftlos zu erklärender Beteiligungspapiere mit dem Angebotspreis – gemäss Art. 33 Abs. 2 i.V.m. Art. 32 Abs. 4 BEHG – pro Beteiligungspapier»<sup>126</sup>.

Die Minderheitsaktionäre, die zwar nicht als Kläger oder als Beklagte auftreten, die aber einem solchen Verfahren beitreten können, gewärtigen ein in der Praxis wohl nicht selten *abschreckendes Kostenrisiko*. Mit dem Beitritt können dem intervenierenden Aktionär nämlich unter Umständen die Gerichtskosten und allenfalls sogar Parteientschädigungen auferlegt werden, je nachdem allein oder aber zusammen mit der beklagten Gesellschaft<sup>127</sup>.

Anders als die beiden aussergewöhnlichen, aktienrechtlichen Regelungen gemäss Art. 706a Abs. 3 OR und gemäss Art. 756 Abs. 2 OR, die nicht verallgemeinert werden dürfen<sup>128</sup> im Gesellschafts- bzw. im Börsengesellschaftsrecht, enthält das Börsenrecht *keine Erleichterungen* bei der Kostenproblematik<sup>129</sup>. Abhilfe könnte einzig der Gesetzgeber schaffen.

## IV. Literaturhinweise

*Bernet Robert*, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), (Diss. Basel 1997) [«Regelung»]

*Böckli Peter*, Schweizer Aktienrecht (2. A. Zürich 1996) [«Aktienrecht»]; *ders.*, Zum Börsengesetz von 1995: neue Rechtsinstitute und neue Probleme, BJM (1998) 225–271 [«Probleme»]

*Bohrer Andreas*, Unfriendly Takeovers. Unfreundliche Unternehmensübernahmen nach schweizerischem Kapitalmarkt- und Aktienrecht (Diss. Zürich 1997) [«Takeovers»]

*Crone Hans Caspar von der*, Auf dem Weg zu einem Recht der Publikumsgesellschaften, ZBJV 133 (1997) 73–107 [«Publikumsgesellschaften»]

*Frei Stephan N.*, Meldepflicht und Übernahmeregelung im neuen Börsengesetz, ST 70 (1996) 723–731 [«Börsengesetz»]; *ders.*, Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz (Diss. Zürich 1995) [«Übernahmeangebote»]

*Gruber Marco*, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz (Diss. Freiburg 1996) [«Pflicht»]

*Inderbitzin Michael*, Going Private und dem Going Private ähnliche Sachverhalte (Diss. Zürich 1993) [«Going»]

*Köpfl Christian*, Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach einem öffentlichen Übernahmeangebot, SJZ 94 (1998) 53–65 [«Ausschluss»]

*Küng Manfred/Huber Felix M./Kuster Matthias*, Kommentar zum Börsengesetz, Bde. I/II (Zürich 1998) [«Kommentar» oder «Kom./Bd. I»]

*Kunz Peter V.*, Die Klagen im Schweizer Aktienrecht (Zürich 1997) [«Klagen»]; *ders.*, Publikumsgesellschaften in der Schweiz (...), recht 15 (1997) 136–149 [«Publikumsgesellschaften»]

*Meier-Schatz Christian J.*, Offenlegung von Beteiligungen/Öffentliche Kaufangebote, in: Das neue Börsengesetz der Schweiz (Bern/etc. 1996) 93–133 [«Kaufangebote»]

*Möller Barbara*, Die Stellung des Aktionärs bei Übernahmen börsenkotierter Unternehmen (Diss. Freiburg 1998) [«Stellung»]

*Nobel Peter*, Börsengesellschaftsrecht, in: FS R. Bär (Bern 1998) 301–310 [«Börsengesellschaftsrecht»]; *ders.*, Börsengesetz: Zur Kraftloserklärung von Resttiteln aus früheren öffentlichen Kaufangeboten, SZW/Sondernummer BEHG (Zürich 1997) 37–40 [«Kraftloserklärung»]; *ders.*, Übernahme von Publikumsgesellschaften, in: Mergers & Acquisitions (Zürich 1998) 151–172 [«Übernahme»]; *ders.*, Schweizerisches Finanzmarktrecht (Bern 1997) [«Finanzmarktrecht»]

*Strazzer René*, Das öffentliche Übernahmeangebot im Kapitalmarktrecht der Schweiz (Diss. Zürich 1993) [«Übernahmeangebot»]

*Tschäni Rudolf*, Öffentliche Übernahmeangebote im Börsengesetz und im EG-Recht, AJP 3 (1994) 308–318 [«Übernahmeangebote»]

*Weigl Bernhard*, Schweizer Börsenrecht (Diss. München 1996) [«Börsenrecht»]

<sup>124</sup> Zur Rechtslage im Kanton Zürich: SJZ 94 (1998) 192 Erw. IV. 4.2.

<sup>125</sup> Erläuterungen E-BEHV: 22 N 68 a.E.

<sup>126</sup> *Kunz*, Klagen, 87; vom «Wert sämtlicher ausstehender Titel» spricht: *Nobel*, Kraftloserklärung, 39.

<sup>127</sup> Vgl. dazu vorne III.B.b.

<sup>128</sup> In diesem Sinne: *Kunz*, Klagen, 93 m.w.H.

<sup>129</sup> *De lege lata* ist dies zu akzeptieren, obwohl *rechtspolitisch* unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes eine andere Ordnung wünschbar erscheint. Allenfalls vermag sich ein Minderheitsaktionär auf *kantonrechtliche* Erleichterungen zu berufen: *Nobel*, Kraftloserklärung, 39 m.w.H. (i.c. § 46 Abs. 3 ZPO ZH).