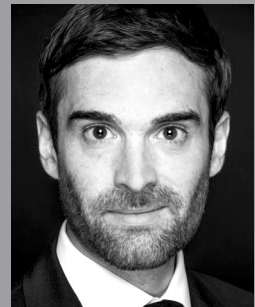




Tom Schaffner* / Adam Weibel**

Die Festsetzung des Ausgabebetrags in der Kapitalerhöhung

Eine Betrachtung nach geltendem Recht und de lege ferenda bei nicht-börsenkotierten Gesellschaften und ohne Ausschluss des Bezugsrechts



Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Problemstellung
 1. Verwässerung bei der Kapitalerhöhung
 2. Illustratives Beispiel
 - 2.1 Ausgangslage vor der Kapitalerhöhung
 - 2.2 Variante 1: Pariemission (Ausgabe zum Nominalbetrag)
 - 2.3 Variante 2: Überpariemission (Ausgabe zum inneren Wert)
 - 2.4 Variante 3: Überpariemission mit ca. 9 % Abschlag
 - 2.5 Auswirkung der verschiedenen Ausgabebeträge
- III. Festsetzung des Ausgabebetrags de lege lata
 1. Ausgabebetrag bei formellem Ausschluss des Bezugsrechts
 2. Festsetzung des Ausgabebetrags bei Gewährung des Bezugsrechts
 - 2.1 Allgemeines
 - 2.2 Die Ringier-Entscheidung
 - 2.3 Kritik an der Ringier-Rechtsprechung und Forderung nach Ausgabe zum inneren Wert
 - 2.4 Stand von Rechtsprechung und Lehre heute
 - 2.5 Zusammenfassung und Würdigung
- IV. Festsetzung des Ausgabebetrags de lege ferenda
 1. Gesetzliche Regelung
 2. Würdigung
- V. Was bedeutet «Ausgabe zum inneren Wert»?
 1. Begriff des inneren Werts
 2. Bestimmung des inneren Werts
 - 2.1 Zum Begriff
 - 2.2 Fragestellung
 - 2.3 Stellungnahme
- VI. Fazit

I. Einleitung

Jeder Aktionär hat bei einer Kapitalerhöhung grundsätzlich einen Anspruch, so viele neue Aktien zu zeichnen wie nötig, um seine bisherige Beteiligungsquote zu halten (sog. Bezugsrecht). Nach Art. 652b Abs. 2 OR darf das Bezugsrecht nur aus wichtigen Gründen aufgehoben werden und die Aufhebung darf niemanden in unsachlicher Weise begünstigen oder benachteiligen. Diese Regelung zielt auf den Schutz der bisherigen Aktionäre vor

einer Verwässerung ihres Kapitalanteils, ihres Gewinnanteils und ihres Stimmanteils ab.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob die Generalversammlung oder – falls durch die Generalversammlung dazu ermächtigt (vgl. Art. 650 Abs. 2 Ziff. 3 OR) – der Verwaltungsrat der Gesellschaft aus demselben Schutzgedanken oder aufgrund anderer Überlegungen gehalten ist, bei der Festsetzung des Ausgabebetrags¹ der neu zu zeichnenden Aktien gewisse Schranken zu beachten. Sicher ist, dass bei der Festlegung des möglichen Ausgabebetrags der Nominalwert der Aktien die untere Grenze des Betrags bestimmt, zu deren Liberierung sich der zeichnende Aktionär mindestens verpflichten muss.² Wird der Ausgabebetrag auf den Nennwert der Aktie festgelegt, so spricht man von einer Pariemission. Bei der Überpariemission wird der Ausgabebetrag über dem Nennwert angesetzt, wobei die Differenz zwischen Nennwert und Ausgabebetrag das Agio darstellt.

Im vorliegenden Aufsatz wird die Frage untersucht inwiefern bei der Festsetzung des Ausgabebetrags Spielraum besteht und welche Interessen bei der Festsetzung des Ausgabebetrags berücksichtigt werden müssen. Einigkeit scheint diesbezüglich in Literatur und Rechtsprechung nur dahingehend zu bestehen, dass es unzulässig sei, den Ausgabepreis in rechtsmissbräuchlicher Weise unter dem inneren Wert³ der Gesellschaft zum Nachteil der sich an der Kapitalerhöhung nicht beteiligenden Aktionäre anzusetzen. Die Antwort auf die diffizile Frage, wann die Festsetzung des Ausgabepreises denn als rechtsmissbräuchlich zu qualifizieren sei, scheint der englischen Redewendung «*you will know it when you see it*» nahe zu kommen.

Ansonsten sind sich Lehre und Rechtsprechung hinsichtlich der Zulässigkeit der Gestaltung der Parameter

¹ Vorliegend wird der Begriff des Ausgabebetrags mit dem Begriff des Ausgabepreises, desjenigen des Bezugspreises oder des Emissionsbetrags bzw. -preises synonym verwendet.

² Aufgrund des in Art. 624 OR statuierten Verbotes der Unterpariemission ist die rechtmässige Festsetzung des Ausgabepreises unter dem Nennwert der Aktien nur im sehr seltenen Fall erlaubt, in welchem nach einem Kaduzierungsverfahren ausgefallene Aktien von sog. Ersatzzeichnern unter pari gezeichnet werden.

³ Zum Begriff und zur Bestimmung des inneren Werts vgl. V.

* Tom Schaffner, Rechtsanwalt bei Schärer Rechtsanwälte, Aarau.

** Adam Weibel, Rechtsanwalt bei Pestalozzi Rechtsanwälte, Zürich.

der Kapitalerhöhung uneins: die Rechtslage zur Festsetzung des Ausgabebetrags bei der Kapitalerhöhung wird bis zur Inkraftsetzung des revidierten Aktienrechts unklar bleiben. Die vielbeachteten Ringier-Urteile⁴ des Bundesgerichts, welche eine Ausgabe zum Nominalwert schützten, gelten diesbezüglich grundsätzlich weiterhin, was ein Teil der Lehre tunlichst verdrängt, von den übrigen Autoren aber nach wie vor als stehende Rechtsprechung betrachtet wird. Gemäss der Ringier-Praxis ist der Minderheitsaktionär bei einer Kapitalerhöhung hinsichtlich der Festsetzung des Ausgabebetrags nur geschützt, wenn ein Mehrheitsaktionär seine Machtposition in offensichtlich rechtsmissbräuchlicher Manier ausnützt. Nachfolgend soll die Rechtsprechung sowie deren Rezeption in der Lehre beleuchtet und dazu Stellung bezogen werden, mit einem Ausblick auf die Regelung im Entwurf für das neue Obligationenrecht. Die vorliegenden Ausführungen beziehen sich explizit nicht auf die Festsetzung des Ausgabebetrags bei börsenkotierten Gesellschaften sowie auf diejenigen Fälle der Ausgabe neuer Aktien, bei denen das Bezugsrecht bestehender Aktionäre ausgeschlossen wurde.

II. Problemstellung

1. Verwässerung bei der Kapitalerhöhung

Je nach Ausgestaltung einer Kapitalerhöhung kann es vorkommen, dass sich die Stellung von Aktionären in der Gesellschaft zu deren Nachteil verändert. Dies insbesondere, wenn ein Aktionär bei einer Kapitalerhöhung nicht mitziehen kann (oder will), d.h. wenn es ihm z.B. aufgrund eines finanziellen Engpasses nicht möglich ist, einen seinem bisherigen Aktienbesitz arithmetisch entsprechenden Teil der neuen Aktien zu erwerben. Konkret kann es zu einer *Stimmrechtsverwässerung*, zu einer *Kapitalverwässerung* und zu einer *Gewinnanteilsverwässerung* kommen.⁵ So verliert ein bestehender Aktionär in jedem Fall an Stimmkraft, wenn er auf die Ausübung seiner Bezugsrechte verzichtet.⁶ Falls die neuen Aktien zu einem Ausgabepreis unter dem inneren Wert der bisherigen Aktien ausgegeben werden, erleidet der verzichtende Aktionär zudem eine vermögensmässige Verwässerung bzw. eine Wertverminderung der bestehenden Aktien (*Kapitalverwässerung*).⁷ Je näher der

Emissionspreis am inneren Wert festgelegt wird, desto geringer ist die Kapitalverwässerung bzw. die Vermögenseinbusse beim an der Kapitalerhöhung nicht (voll) teilnehmenden Aktionär. Wird zum inneren Wert platziert so ist die direkte vermögensrechtliche Einbusse, also die Kapitalverwässerung, gleich null – es bleiben allerdings wie gesagt die Stimmrechts- und gegebenenfalls die Gewinnanteilsverwässerung.⁸ Zudem ist der Verlust an Stimmkraft bei einer Ausgabe unter dem inneren Wert proportional höher, als die Einbusse des Stimmrechtsanteils, die bei einem Verzicht auf die Ausübung des Bezugsrechts resultiert, wenn der Emissionspreis dem inneren Wert entspricht.

Aufgrund einer drohenden Stimm- und Kapitalverwässerung kann sich ein (Minderheits-) Aktionär in der Zwangslage befinden, sich zwischen einerseits einer (vollen) Ausübung seiner Bezugsrechte und der damit verbunden vermögensrechtlichen Verpflichtung und andererseits der Nichtausübung der Bezugsrechte unter Inkaufnahme der Verwässerung entscheiden zu müssen. Zu dieser Problemstellung hinzu gesellt sich das im schweizerischen Aktienrecht zutiefst verankerte und anerkannte Mehrheitsprinzip, wonach sich Stimmenminderheiten in der Aktiengesellschaft grundsätzlich dem Mehrheitsbeschluss fügen müssen. Es kann sodann berechtigte Gründe geben, weshalb mittels Mehrheitsbeschlusses der Ausgabebetrag für die neu zu zeichnenden Aktien unter dem inneren Wert festgelegt wird. In diesem Interessengeflecht gilt es nun die für den Einzelfall anwendbaren rechtlichen Leitplanken festzusetzen, die bei der Festsetzung des Ausgabebetrages massgebend sind.

2. Illustratives Beispiel

Nachfolgend soll anhand eines Beispiels zunächst dargestellt werden, wie die Festsetzung von unterschiedlichen Ausgabebeträgen sich auf die Stimmkraft bzw. auf die Kapitalbeteiligung eines Aktionärs auswirkt, welcher sein Bezugsrecht nicht ausübt.⁹ Geht man wie nachfolgend von einem fixen zu investierenden Richtbetrag aus, so zeigt sich eine proportional höhere Stimmrechtsverwässerung, je tiefer der Ausgabepreis unter dem inneren Wert angesetzt wird.

2.1 Ausgangslage vor der Kapitalerhöhung

Zwecks Illustration gehen wir von einer Aktiengesellschaft aus, welche vor der Kapitalerhöhung ein Akti-

⁴ Gemeint sind die Entscheide BGE 99 II 55 und BGE 102 II 265. Die Ringier-Entscheide werden in der Literatur teilweise auch als Weltwoche-Entscheide bezeichnet.

⁵ PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, § 2 N 273.

⁶ PETER FORSTMOSE/MARCEL KÜCHLER, Aktionärbindungsverträge – Rechtliche Grundlagen und Umsetzung in der Praxis, Zürich 2015, N 1401.

⁷ BÖCKLI (FN 5), § 2 N 273; siehe auch JEAN NICOLAS DRUEY/EVA DRUEY JUST/LUKAS GLANZMANN, Gesellschafts- und Handelsrecht, 11. Aufl., Zürich 2015, § 9 N 93; ROLAND VON BÜREN/WALTER A.

STOFFEL/ROLF H. WEBER, Grundriss des Aktienrechts – Mit Berücksichtigung der laufenden Revision, 3. Auflage, Zürich 2011, N 370c.

⁸ BÖCKLI (FN 5), § 2 N 281.

⁹ Diese Überlegungen würden freilich auch für die hier nicht zu behandelnde Kapitalerhöhung unter Bezugsrechtsausschluss anwendbar sein.

enkapital (AK) von CHF 100'000 aufweist, eingeteilt in 100 Namenaktien à nominal CHF 1'000. Die Gesellschaft hat einen inneren Wert von CHF 15,8 Mio. Das Aktienkapital der Gesellschaft wird zu 20 % von einem Minderheitsaktionär und zu 80 % von einem Mehrheitsaktionär gehalten. Es bestehen keine Stimmrechtsaktien. Vor der Kapitalerhöhung ergibt sich damit folgendes Bild:

	AK nominal (CHF)	Anzahl Aktien	Beteiligungswert ¹⁰ (CHF)	Gehaltene AK (in %)
Minderheitsaktionär	20'000	20	3'160'000	20
Mehrheitsaktionär	80'000	80	12'640'000	80
Total	100'000	100	15'800'000	100

Innerer Wert pro gehaltene Aktie: Innerer Wert des Unternehmens/Anzahl ausgegebener Aktien, d.h., CHF 15,8 Mio./100 = **CHF 158'000**.

Durch eine Kapitalerhöhung sollen nun zusätzliche Gelder im Umfang von CHF 7,9 Mio. in die Gesellschaft fließen. Es zeichnet sich ab, dass der Minderheitsaktionär nicht an der Kapitalerhöhung teilnehmen kann und auch seine Bezugsrechte (faktisch) nicht wird verkaufen können. Es wird weiter nachfolgend mit der Annahme gearbeitet, dass im Erhöhungsbeschluss der Generalversammlung der Gesellschaft beschlossen wird, dass die nicht ausgeübten Bezugsrechte an die übrigen zeichnungswilligen Aktionäre im Verhältnis ihrer bisherigen Beteiligung zugewiesen werden.¹¹

2.2 Variante 1: Pariemission (Ausgabe zum Nominalbetrag)

Ausgehend von den CHF 7,9 Mio. die investiert werden sollen, ergäbe sich bei einer Pariemission, d.h. einer Erhöhung des Aktienkapitals um ebendiese CHF 7,9 Mio. (7'900 neue Aktien à CHF 1'000) ohne Ausübung des Bezugsrechts durch den Minderheitsaktionär die folgende Situation:

	AK nominal (CHF)	Anzahl Aktien	Beteiligungswert (CHF)	Gehaltene AK (in %)
Minderheitsaktionär	20'000	20	59'250	0,25
Mehrheitsaktionär	7'980'000	7'980 ¹²	23'640'750	99,75
Total	8'000'000	8'000	23'700'000	100

Innerer Wert pro gehaltene Aktie: Innerer Wert des Unternehmens/Anzahl ausgegebener Aktien, d.h., CHF 23,7 Mio./8'000 = CHF 2'962.50.

¹⁰ Beteiligungswert = Anteil des inneren Wertes aufgliedert nach Aktionär, ohne Gewichtung für ein Mehr- bzw. Minderheitsbeteiligungspaket.

¹¹ Zur Frage der bei der Zuweisung der Bezugsrechte zu beachtenden Grundsätze, vgl. BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 650 N 29.

¹² = 80 bestehende + 7'900 neu gezeichnete Aktien.

Nebst der frappanten stimmenmässigen Verwässerung von 20 % auf 0,25 % ergibt sich bei Variante 1 für den Minderheitsaktionär eine extreme Kapitalverwässerung seiner Beteiligung: Hatte eine von ihm gehaltene Aktie vor der Kapitalerhöhung einen Wert von CHF 158'000 so hat eine von ihm gehaltene Aktie nach der Pariemission noch einen Wert von CHF 2'962.50, womit der Wert seiner Beteiligung von CHF 3'160'000 auf CHF 59'250 sinkt.

2.3 Variante 2: Überpariemission (Ausgabe zum inneren Wert)

Geht man weiterhin von einer Investition von CHF 7,9 Mio. aus, ergäbe sich aufgrund einer Ausgabe der Aktien zum inneren Wert die folgende Situation:

	AK nominal (CHF)	Anzahl Aktien	Beteiligungswert (CHF)	Gehaltene AK (in %)
Minderheitsaktionär	20'000	20	3'160'000	13,3
Mehrheitsaktionär	130'000	130 ¹³	20'540'000	86,7
Total	150'000	150	23'700'000	100

Anzahl neu auszugebender Aktien: Investitionssumme (CHF 7,9 Mio.) / Aktienpreis zum inneren Wert einer Aktie vor der Investition (CHF 158'000; siehe oben unter Ausgangslage) = 50 neue Aktien.

Wie das Beispiel zeigt, muss zwar der an der Kapitalerhöhung nicht teilnehmende Minderheitsaktionär auch bei der Ausgabe zum inneren Wert eine Stimmrechtsverwässerung hinnehmen, jedoch ist diese Verwässerung viel geringer als in Variante 1 (von 20 % auf 13,3 % statt von 20 % auf 0,25 %). Ausserdem bleibt die wertmässige Beteiligung des Minderheitsaktionärs an der Gesellschaft gewahrt¹⁴, was für den nicht teilnehmenden Aktionär zur Wahrung seiner finanziellen Interessen zentral sein dürfte.

2.4 Variante 3: Überpariemission mit ca. 9 % Abschlag

Schliesslich ergäbe sich bei der Variante der Emission zum inneren Wert mit einem Abschlag von beispielsweise 9 % und bei gleichbleibender Investitionssumme von CHF 7,9 Mio. die folgende Situation¹⁵:

¹³ = 80 bestehende + 50 neu gezeichnete Aktien.

¹⁴ Die Dividendenberechtigung bemisst sich grundsätzlich an der Kapitalbeteiligung, weshalb der Minderheitsaktionär auch in dieser Variante eine Gewinnanteilsverwässerung hinnehmen muss.

¹⁵ Nimmt man den inneren Wert je Aktie vor der Kapitalerhöhung von CHF 158'000, würde eine neue Aktie zu einem 10 % reduzierten Ausgabepreis den zeichnenden Aktionär CHF 142'200 kosten. Dividiert man die Soll-Investition von CHF 7,9 Mio. durch den reduzierten Ausgabebetrag von CHF 142'200 (90 % von CHF 158'000) erhält man ca. 55,55 neu zu zeichnende Aktien. Um den Investitionsbetrag nicht wesentlich anpassen zu müssen, entscheidet die Gesellschaft, dass 55 neue Aktien gezeichnet werden sollen, wobei der Ausgabepreis pro Aktie somit CHF 143'636.35 beträgt. Damit

	AK nominal (CHF)	Anzahl Aktien	Beteiligungs- wert (CHF)	Gehaltene AK (in %)
Minderheits- aktionär	20'000	20	3'058'064.40	12,9
Mehrheits- aktionär	135'000	135 ¹⁶	20'641'934.85	87,1
Total	155'000	155	23'699'999.25	100

2.5 Auswirkung der verschiedenen Ausgabebeträge

Wie sich den obigen Varianten entnehmen lässt, kann über die Festsetzung des Ausgabebetrags sowohl die Stimmrechts- wie auch die Kapitalverwässerung stark beeinflusst werden. Verliert der Minderheitsaktionär in Variante 1 praktisch sein ganzes Kapital und wird er stimmrechtsmässig im Aktionariat der Gesellschaft marginalisiert, erleidet er in Variante 2 keine Kapitalverwässerung und eine proportional geringere Stimmrechtsverwässerung. In Variante 3 liegt die Kapitalverwässerung dazwischen und beträgt «lediglich» CHF 101'935.60 (CHF 3,16 Mio. – CHF 3'058'064.40) bzw. rund 3,2 %.

III. Festsetzung des Ausgabebetrags de lege lata

1. Ausgabebetrag bei formellem Ausschluss des Bezugsrechts

Bei der Frage der Festsetzung des Ausgabebetrags muss grundsätzlich danach unterschieden werden, ob das Bezugsrecht der bestehenden Aktionäre (durch den Verwaltungsrat oder die Generalversammlung) formell ausgeschlossen wird oder nicht.¹⁷ Wird den bestehenden Aktionären die Teilnahme an der Kapitalerhöhung verweigert, so gebietet Art. 652b Abs. 2 OR, dass durch die Aufhebung des Bezugsrechts niemand in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt werden darf. Damit kommt beim formellen Bezugsrechtsausschluss nebst dem Gebot der relativen Gleichbehandlung auch das in der Rechtsprechung und Literatur anerkannte *Gebot der schonenden Rechtsausübung* zur Anwendung, namentlich auch bei der Frage der Festsetzung des Ausgabebetrags.¹⁸

entspricht die zu investierende Summe mit CHF 7'899'999.25 nahezu der gewünschten Investitionssumme und der Abschlag (Differenz zwischen dem inneren Wert je Aktie vor der Kapitalerhöhung und dem Ausgabepreis, d.h. CHF 158'000 – CHF 143'636.35 = CHF 14'363.65) ist nahe den gewünschten ca. 9 % (CHF 14'363.65 / CHF 158'000).

¹⁶ = 80 bestehende + 55 neu gezeichnete Aktien.

¹⁷ Die Voraussetzungen für einen formellen Bezugsrechtsausschluss sollen hier nicht näher behandelt werden. Für eine gute Übersicht über die wichtigen Gründe, welche einen Bezugsrechtsausschluss rechtfertigen, siehe BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652b N 20 ff.

¹⁸ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652b N 22 ff. und N 24 ff.

Die Frage, wie diese Prinzipien bei einem *formellen* Ausschluss des Bezugsrechts¹⁹ im Hinblick auf die Festsetzung des Ausgabebetrags anzuwenden sind, wird in der Lehre soweit ersichtlich meist nur andeutungsweise behandelt.²⁰ Konkret geht HANS-CASPAR VON DER CRONE auf die Fragestellung ein, welcher zum formellen Bezugsrechtsausschluss schreibt, die Aktionäre hätten bei einem formellen Ausschluss zwar in jedem Fall eine Stimmrechtsverwässerung in Kauf zu nehmen, eine Kapitalverwässerung hingegen sei durch Ansetzung des Ausgabebetrags der neuen Aktien bei ihrem inneren Wert zu vermeiden.²¹ Die Beachtung des genannten Prinzips der schonenden Rechtsausübung gebe dem formell ausgeschlossenen Aktionär Anspruch auf Festsetzung des Ausgabebetrags zum inneren Wert.²² JACQUES-ANDRÉ REYMOND fordert in diesem Zusammenhang sogar, bei einer Kapitalerhöhung unter formellem Ausschluss des Bezugsrechts müsse die Revisionsstelle selbständig nachprüfen und bestätigen, dass der festgelegte Emissionspreis für die neuen Aktien dem «wirklichen Wert» entspreche.²³

Unter dem Thema des Bezugsrechtsausschlusses wird häufig zusätzlich noch das Thema des *faktischen* Bezugsrechtsausschlusses behandelt, also die Situation, in welcher das Bezugsrecht zwar formell eingeräumt wird, aber durch dessen konkrete Ausgestaltung faktisch erschwert oder verunmöglicht wird. Da in diesen Fällen das Bezugsrecht aber eben gerade formell eingeräumt wird, soll die Thematik des faktischen Bezugsrechtsausschlusses in Abschnitt 2.3b separat besprochen werden.

Für den formellen Ausschluss des Bezugsrechts kann also zusammenfassend festgehalten werden, dass der Emissionspreis nach wohl unbestrittener Lehre beim inneren Wert oder zumindest unter Berücksichtigung desselben angesetzt werden muss. In vorliegender Abhandlung interessieren aber primär die Fälle, in welchen

¹⁹ Der Begriff des formellen Bezugsrechtsausschlusses wird vorliegend als Gegenstück zum formell zwar gewährten, aber *faktisch bzw. materiell* ausgeschlossenen Bezugsrecht verstanden (die Begriffe des formellen und materiellen Bezugsrechtsausschlusses verwenden wohl erstmals ARTHUR MEIER-HAYOZ/MARTIN ZWEIFEL, Der Grundsatz der schonenden Rechtsausübung im Gesellschaftsrecht, in: Hefermehl/Gmür/Borx (Hrsg.), Festschrift für Harry Westermann, Karlsruhe 1974, 384. Auf den materiellen oder auch faktischen Bezugsrechtsausschluss wird unter III.2.3b eingegangen.

²⁰ Die Frage der Festsetzung des Ausgabebetrags bei börsenkotierten Gesellschaften ist hier ausdrücklich nicht Thema. GAUDENZ G. ZINDEL und PETER R. ISLER halten betreffend Publikumsgesellschaften fest, dass der Ausgabepreis für die neuen Aktien in der Praxis im Falle eines Ausschlusses des Bezugsrechts oft näher beim Börsenkurs liegt als bei Gewährung des Bezugsrechts (BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652b N 24b).

²¹ HANS CASPAR VON DER CRONE, Aktienrecht, Bern 2014, § 10 N 106.

²² VON DER CRONE (FN 21), § 10 N 106.

²³ JACQUES-ANDRÉ REYMOND, Suppression et protection du droit de souscription préférentiel dans le nouveau droit de la société anonyme, SZW 66 (1994), 160 f.; gegen eine solche Prüfung BÖCKLI (FN 5), § 2 N 302.

das Bezugsrecht zwar gewährt wird, bei dessen Nichtausübung aber negative Folgen für die verzichtenden Aktionäre Platz greifen.

2. Festsetzung des Ausgabebetrags bei Gewährung des Bezugsrechts

2.1 Allgemeines

Im Gegensatz zur Kapitalerhöhung unter formellem Ausschluss des Bezugsrechts, wo wie gezeigt²⁴ soweit ersichtlich unbestritten ist, dass der Ausgabebetrag zum inneren Wert der bestehenden Aktien festgesetzt werden muss, unterscheidet sich die Rechtslage bei Kapitalerhöhung mit *Einräumung* des Bezugsrechts in diesem Punkt fundamental²⁵: Das geltende Aktienrecht enthält bei Kapitalerhöhungen unter Zulassung aller Aktionäre keine explizite Regelung zum Ausgabepreis von Aktien und gibt den Aktionären keinen Anspruch auf Ausgabe der neuen Aktien zum inneren Wert.²⁶

Im geltenden Aktienrecht und gemäss der dazu entwickelten Lehre sind bei der Festsetzung des Ausgabebetrags aber gewisse Prinzipien zu berücksichtigen, namentlich der *Grundsatz der schonenden Rechtsausübung* bzw. das *Sachlichkeitsgebot*, der *Grundsatz der relativen Gleichbehandlung* sowie das *Verbot des Rechtsmissbrauchs*. So fordert ein Teil der Lehre, der Ausgabebetrag bei der Kapitalerhöhung müsse in gewissen Konstellationen dem inneren Wert der bestehenden Aktien entsprechen. Die genannten Prinzipien wurden teilweise als Antwort auf die Ringier-Rechtsprechung weiterentwickelt.²⁷

Um die gemäss geltendem Recht zu beachtenden Grundsätze bei der Festlegung des Ausgabebetrags darzulegen, werden deshalb nachfolgend zunächst die Ringier-Fälle kursorisch dargestellt und deren Begründung untersucht²⁸. Die vom Bundesgericht in den Ringier-Fällen angestellten Überlegungen wurden zwar stark kritisiert und teilweise als überholt bezeichnet²⁹, allerdings ist das

Bundesgericht bislang nicht wesentlich davon abgewichen. Danach wird auf die kritische Rezeption der bundesgerichtlichen Rechtsprechung in der Literatur eingegangen³⁰, bevor schliesslich der aktuelle Stand der Lehre zusammengefasst wird.³¹

2.2 Die Ringier-Entscheide

a. BGE 99 II 55

Im ersten der beiden vielbeachteten Ringier-Entscheide zur Festsetzung des Ausgabebetrags hatte sich das Bundesgericht mit dem Machtkampf zwischen Ringier und Jean Frey in ihrer Eigenschaft als Aktionäre der damals in Zeitungsform erscheinenden Weltwoche zu beschäftigen.³² Die Jean Frey hatte behauptet, die Weltwoche brauche neue Mittel im Umfang von über CHF 5 Mio., hauptsächlich für die Anschaffung einer neuen IT-Infrastruktur und für die Umstellung der Zeitung auf Magazin-Format.³³ Konkret war im Jahr 1972 im Rahmen der Generalversammlung der Weltwoche beschlossen worden, das Aktienkapital der Weltwoche von CHF 750'000 durch Ausgabe von 5'250 neuen Namenaktien zum Nennwert von je CHF 1'000 um CHF 5'250'000 auf CHF 6 Mio. zu erhöhen. Dies geschah unter grossem Protest der Ringier.³⁴ Ringier hatte darauf verzichtet (oder verzichten müssen), bei der Kapitalerhöhung mitzumachen, womit Ringiers Beteiligung an der Weltwoche von 45 % auf 5 % sank.³⁵ Ringier hatte in ihrer Klage u.a. argumentiert, die Kapitalerhöhung mit Ausgabebetrag zu pari verletze ihren Anspruch auf Gleichbehandlung.³⁶

Das Bundesgericht verneinte dies mit der Begründung, der Vermögensverlust der Ringier sowie deren Einbusse an Stimmkraft sei nicht Folge von Ungleichbehandlung, sondern ergebe sich daraus, dass Ringier von dem ihr eingeräumten Zeichnungsrecht nicht habe Gebrauch machen wollen, während Jean-Frey zeichnungswillig gewesen sei. Der Erhöhungsbeschluss bewirke keine Ungleichbehandlung, da er alle Aktionäre vor die gleiche Wahl stelle, nämlich, ob sie Aktien zeichnen wollten oder nicht. Die Klägerin meine in Wirklichkeit, die

²⁴ Vgl. III.1.

²⁵ VON DER CRONE (FN 21), § 10 N 106.

²⁶ Vgl. DIETER GERICKE, Mindestausgabebetrag bei der Kapitalerhöhung, GesKR 2016, S. 227; VON DER CRONE (FN 21), § 10 N 92.

²⁷ Die genannten aktienrechtlichen Prinzipien wurden mit der Aktienrechtsrevision von 1991 gesetzlich verankert, wurden aber schon vorher von Lehre und Rechtsprechung anerkannt. Zum seit jeher geltenden Gleichbehandlungsgebot im Aktienrecht, siehe etwa: PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 39 N 11. ff. und BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706 N 15b m.w.H. Das Gebot der schonenden Rechtsausübung im Aktienrecht wurde gerade im Hinblick auf die Frage der Festsetzung des Ausgabebetrags von der Lehre teilweise in Antwort auf die *Ringier-Fälle* entwickelt - schon bevor es schliesslich in Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 positivrechtlich ins Aktienrecht aufgenommen wurde. Siehe FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 27), § 39 N 95 ff.

²⁸ Siehe nachfolgend III.2.2.

²⁹ So BÖCKLI (FN 5), § 1 N 309.

³⁰ Siehe nachfolgend III.2.3.

³¹ Siehe III.2.4.

³² Genauer die Ringier & Co AG (Ringier) gegen die Jean Frey AG (Jean Frey), beide im Aktionariat der Weltwoche-Verlag Karl von Schuhmacher & Co. AG. Ringier und Jean Frey waren damals die beiden grössten Konkurrenten auf dem schweizerischen Markt für Presseerzeugnisse. Jean Frey wollte die Weltwoche in ein Wochenmagazin umwandeln, wogegen sich Ringier widersetzte.

³³ BGE 99 II 55, Sachverhaltsabschnitt A.

³⁴ Siehe Sachverhalt in BGE 99 II 55.

³⁵ MEIER-HAYOZ/ZWEIFEL (FN 19), 384.

³⁶ Siehe Sachverhalt in BGE 99 II 55, E. 2: Ringier argumentierte - offenbar ohne dies näher auszuführen - die ungleiche Behandlung liege darin, dass Ringier als Minderheitsaktionärin vor die Wahl gestellt werde, entweder neue Aktien zu zeichnen und zu liberieren oder wegen Abnahme des inneren Wertes ihrer «alten» Aktien einen finanziellen Verlust zu erleiden, während die Jean-Frey neu einbezahltes Kapital unter ihrer Herrschaft behielten und an den Reserven voll teilnahmen.

Beschlüsse hätten nicht nach dem Willen der Mehrheit gefasst, sondern ihrem Willen als Minderheit angepasst werden sollen. Der Anspruch auf Gleichbehandlung verlange dies gerade nicht und die Beschlüsse der Generalversammlung folgten schliesslich nicht der Minderheit.³⁷

Zur von Ringier sodann erhobenen Rüge einer Verletzung des Gebots der schonenden Rechtsausübung äusserte sich das Bundesgericht ebenfalls³⁸: Auf das Argument Ringiers, Jean Frey hätte als Mehrheit einen schonenderen Weg zur Verfolgung ihres Ziels wählen müssen, ging das Bundesgericht nicht ein, sondern bestätigte vielmehr das Mehrheitsprinzip, welchem sich der Minderheitsaktionär grundsätzlich zu fügen habe. Es sei der Mehrheit nicht verboten, den Ausgabepreis neuer Aktien so niedrig festzusetzen, dass der innere Wert der alten Aktien sinke und auf die Ausübung des Bezugsrechts verzichtende alte Aktionäre einen Nachteil erlitten. Der Aktionär habe keinen Anspruch darauf, dass die Gesellschaft den Ausgabebetrag der neuen Aktien dem über dem Nennwert liegenden inneren Wert der alten Aktien gleichsetze oder annähere.³⁹ Weiter urteilte das Bundesgericht, durch die Festsetzung des Ausgabetrags zu pari werde das Gebot der schonenden Rechtsausübung nicht verletzt, denn bei einer Kapitalerhöhung könne den Interessen der Aktionäre schon zum vornherein nicht in gleicher Weise entsprochen werden. Dies liege in der Struktur des Gesellschaftsrechts begründet und sei vom Gesetzgeber auch für den Fall, dass Minderheitsaktionäre sich an der Erhöhung nicht beteiligen, in Kauf

genommen worden. Mit dem Eintritt in die Gesellschaft unterwerfe der Aktionär sich bewusst dem Willen der Mehrheit. Der Aktionär anerkenne, dass die Mehrheit bindend entscheide, auch wenn die Mehrheit nicht die bestmögliche Lösung treffe und ihre eigenen Interessen unter Umständen derjenigen der Gesellschaft und einer Minderheit vorgehen lasse. Inwieweit die Mehrheitsaktionäre die Minderheit schonen könnten, ohne gegen die eigenen Interessen und jene der Gesellschaft zu handeln, sei zudem eine Frage des Ermessens.⁴⁰

Zum Vorwurf der Rechtsmissbräuchlichkeit schliesslich urteilte das Bundesgericht, allein die Möglichkeit, das für die Erreichung der Ziele der Kapitalerhöhung eingesetzte Kapital als Kombination aus Nominalbetrag und Agio einzuverlangen, statt rein als Nominalkapital, mache die Ausgabe der Aktien zum Nennwert noch nicht rechtsmissbräuchlich. Der Richter dürfe nur einschreiten, wenn die Mehrheitsaktionäre ihre Macht im Hinblick auf entgegengesetzte Interessen der Minderheitsaktionäre offensichtlich missbraucht hätten.⁴¹ Worin ein solcher offensichtlicher Missbrauch bestanden hätte und wie sich dieser vom im Urteil zu behandelnden Sachverhalt unterschieden hätte, wurde nicht ausgeführt. In einer späteren Erwägung präzisierte das Gericht sodann zur Rüge des Verstosses gegen Treu und Glauben, das Gesetz verlange nicht, dass die Gesellschaft bei der Erhöhung des Grundkapitals darauf Rücksicht nehme, ob die Aktionäre über das nötige Geld verfügen, um ihre Bezugsrechte selber auszuüben.⁴²

b. BGE 102 II 265

Im zweiten der Ringier-Entscheide war die Ausgangslage ähnlich wie im oben beschriebenen BGE 99 II 55: Wiederum standen sich Jean-Frey und Ringier gegenüber. Einerseits in der mehrheitlich durch die Jean Frey beherrschten Offset & Buchdruck AG, an welcher die Ringier lediglich eine Minderheitsbeteiligung hielt und andererseits in der vom Patron Max Frey beherrschten Jean Frey selbst. In beiden Gesellschaften hatte Jean Frey eine Kapitalerhöhung zum Nennwert und losgelöst vom inneren Wert der Aktien durchgesetzt, was wiederum dazu geführt hatte, dass Ringier verwässert und somit infolge Absinkens des inneren Wertes ihrer bestehenden Aktien einen beträchtlichen Wertverlust in Kauf nehmen musste.⁴³

Wiederum wehrte sich Ringier mit der Argumentation, es seien der Gleichbehandlungsgrundsatz und das Gebot der schonenden Rechtsausübung verletzt worden, wobei das Bundesgericht dies mit ähnlicher Begründung wie in BGE 99 II 55 ablehnte. Nachdem es eine Ungleichbe-

³⁷ BGE 99 II 55, E. 2.

³⁸ Dies ist bemerkenswert, denn in seiner früheren und zum Zeitpunkt von BGE 99 II 55 geltenden Rechtsprechung hatte das Bundesgericht die Auffassung vertreten, der aktienrechtliche Grundsatz der Gleichbehandlung sei eine *lex specialis* zum Grundsatz der schonenden Rechtsausübung (u.E. wohl als Teilgehalt von Art. 2 ZGB verstanden) und somit erübrige sich eine zusätzliche Prüfung aufgrund von Art. 2 ZGB bzw. unter dem Aspekt der Rechtsmissbräuchlichkeit, sofern denn die Ungleichbehandlung verneint werde (vgl. hierzu FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 27), § 39 N 105.). In BGE 99 II 55 hatte das Bundesgericht nun in einem *obiter dictum* und in Erweichung der bestehenden Rechtsprechung ausgeführt, es sei fraglich, ob überhaupt eine Rechtsmissbräuchlichkeit vorliegen könne, nachdem feststehe, dass das Gebot der Gleichbehandlung nicht verletzt worden sei (vgl. BGE 99 II 55, E. 4.c). Es hatte damit sein Praxisänderung in Bezug auf diese Frage angekündigt. Unklar ist, ob das Bundesgericht seine Rechtsprechung so verstand, dass, sofern keine Prüfung nach Art. 2 ZGB möglich ist, auch keine Prüfung unter dem Gebot der schonenden Rechtsausübung erfolgen kann, wovon u.E. auszugehen ist. Dies wäre anzunehmen gewesen, war doch wohl schon nach damaliger Auffassung des Bundesgerichts - wenn auch nie explizit so erwähnt - das Gebot der schonenden Rechtsausübung Teil des Schutzbereichs von Art. 2 ZGB (so wiederum explizit in einem späteren Entscheid, gemäss welchem das «Gebot der schonenden Rechtsausübung [...] ein Anwendungsfall des allgemeinen Rechtsmissbrauchsverbots» ist (vgl. BGER 4C.242/2001, E. 4.2). Dies hielt das Bundesgericht aber nicht davon ab, dennoch Ausführungen zum Gebot der schonenden Rechtsausübung sowie auch zur Rechtsmissbräuchlichkeit im Allgemeinen zu machen. Diese Ausführungen können u.E. noch heute für die heutige Beurteilung solcher Fälle fruchtbar gemacht werden.

³⁹ BGE 99 II 55, E. 3; hierzu FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 27), § 39 N 101.

⁴⁰ BGE 99 II 55, E. 4.b.

⁴¹ BGE 99 II 55, E. 4.b.

⁴² BGE 99 II 55, E. 4.g.

⁴³ Vgl. Sachverhalt in BGE 102 II 265.

handlung verneint hatte,⁴⁴ ging es zwar auf den «Grundsatz der schonenden Behandlung der Minderheit» ein⁴⁵, wiederholte aber seine schon in BGE 99 II 55 entwickelte Formel, wonach in einer Aktiengesellschaft die Mehrheit auch dann bindend entscheide, wenn sie nicht die bestmögliche Lösung für die Minderheit treffe bzw. ihre eigenen Interessen denjenigen der Minderheit vorgehen lasse und wonach die Grenze nur überschritten sei, wenn die Mehrheit ihre Macht offensichtlich missbrauche.⁴⁶ Das Bundesgericht führte in diesem Zusammenhang weiter aus, die Frage, ob es rechtsmissbräuchlich sei, im Rahmen einer Kapitalerhöhung neue Aktien zum Nennwert auszugeben, auch wenn der innere Wert der Aktien deren Nennwert beträchtlich übersteige, könne nicht allgemeingültig beantwortet, sondern es müsse auf den Einzelfall abgestellt werden.⁴⁷

2.3 Kritik an der Ringier-Rechtsprechung und Forderung nach Ausgabe zum inneren Wert

a. Der Grundsatz der schonenden Rechtsausübung

Die bundesgerichtliche Rechtsprechung in den Ringier-Fällen wurde sogleich heftig kritisiert, v.a. unter Berufung auf den Grundsatz der schonenden Rechtsausübung. Allgemein formuliert besagt der Grundsatz der schonenden Rechtsausübung im Gesellschaftsrecht, dass die Mehrheit zur Erreichung eines bestimmten Ziels jenen Weg wählen soll, welcher für die Minderheit die geringsten schädigenden Wirkungen hat.⁴⁸ In der wohl ersten Kritik der Ringier-Entscheide beriefen sich ARTHUR MEYER-HAYOZ und MARTIN ZWEIFEL⁴⁹, wie die meisten nachfolgenden Autoren, auf dieses Gebot der schonenden Rechtsausübung und nahmen die Ringier-Entscheide zum Anlass, den Grundsatz der schonenden

Rechtsausübung im Gesellschaftsrecht anzuerkennen und weiterzuentwickeln.⁵⁰

So stimmten sie dem Bundesgericht zwar zu, der umstrittene Kapitalerhöhungsbeschluss verletze nicht den Gleichbehandlungsgrundsatz.⁵¹ Entgegen der damals noch herrschenden bundesgerichtlichen Praxis, wonach der Gleichbehandlungsgrundsatz als *lex specialis* zu Art. 2 ZGB zu verstehen sei und sich damit eine generelle Prüfung unter dem Aspekt des Rechtsmissbrauchs erübrige, argumentierten sie aber, auch wenn ein Beschluss zwar nicht ungleich behandle, so könne er dennoch rechtsmissbräuchlich sein, sofern er gegen das *Gebot der schonenden Rechtsausübung* verstosse.⁵² So habe es in den Ringier-Fällen mehrere Möglichkeiten gegeben, den im Gesellschaftsinteresse liegenden Zweck der Kapitalerhöhung auch mit anderen Mitteln zu erreichen, beispielsweise mit einer Ausgabe der neuen Aktien zum inneren Wert der bisherigen, womit der Minderheitsaktionärin kein kapitalmässiger Nachteil erwachsen wäre.⁵³ Daraus folge, dass Mehrheitsbeschlüsse, welche Minderheitsrechte in irgendeiner Weise erheblich beeinträchtigten, das Gebot der schonenden Rechtsausübung verletzten und damit rechtsmissbräuchlich sind, wenn der im Gesellschaftsinteresse liegende Zweck auch auf einem anderen, die Minderheit nicht oder weniger benachteiligenden Weg ohne Nachteil für die Interessen der Mehrheit erreicht werden kann. Somit könne die Wahl des schonenderen Mittels der Mehrheit zugemutet werden, namentlich dann, wenn dies ohne Nachteil für die rechtmässigen Interessen der Mehrheit sei.⁵⁴

Nach ARTHUR MEYER-HAYOZ und MARTIN ZWEIFEL schlugen in den 80er und 90er-Jahren die meisten Autoren in die gleiche Kerbe und kritisierten die Ringier-Entscheide unter dem Aspekt der schonenden Rechtsausübung.⁵⁵ So forderte auch GAUDENZ ZINDEL im Hinblick

⁴⁴ Dies mit der Begründung, eine Minderheitsaktionärin werde nicht ungleich behandelt, wenn sie wirtschaftliche Tätigkeiten mitfinanzieren müsse, die von der Mehrheitsaktionärin geleitet würden, so dass die Minderheitsaktionärin praktisch ihren Gegner und Konkurrenten fördern müsse (vgl. BGE 102 II 265, E. 1.).

⁴⁵ Nachdem das Bundesgericht eine Verletzung des Gleichbehandlungsgrundsatzes verneint hatte, beschäftigte es sich mit der in BGE 99 II 55 aufgeworfenen Frage, ob eine Berufung auf Rechtsmissbrauch bzw. das Gebot der schonenden Rechtsausübung nach Verneinung einer Ungleichbehandlung noch möglich sei, d.h., ob der Gleichbehandlungsgrundsatz *lex specialis* zu Art. 2 ZGB sei, was das Bundesgericht in Anerkennung der Kritik in der Lehre sowie nach Andeutung der Praxisänderung in BGE 99 II 55 bejahte (vgl. hierzu FORSTMOSTER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, § 39 N 105) und sich mit dem Grundsatz der schonenden Rechtsausübung auseinandersetzte.

⁴⁶ BGE 102 II 265, E. 3.

⁴⁷ BGE 102 II 265, E. 2.

⁴⁸ Für eine Übersicht zum Grundsatz der schonenden Rechtsausübung, vgl. FORSTMOSTER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 27), § 39 N 95 ff.

⁴⁹ MEIER-HAYOZ/ZWEIFEL (FN 19), 384.

⁵⁰ Vgl. die historische Darstellung zur Entwicklung des Grundsatzes der schonenden Rechtsausübung im Gesellschaftsrecht in FORSTMOSTER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 27), § 39 N 98 ff.

⁵¹ MEIER-HAYOZ/ZWEIFEL (FN 19), 388.

⁵² Auf die näheren Ausführungen der Autoren, mit welchen sie die damals herrschende bundesgerichtliche Rechtsprechung (vgl. zu dieser die Ausführungen unter III.2.2a.) kritisierten, wonach der Gleichbehandlungsgrundsatz als *lex specialis* zu Art. 2 ZGB bzw. zu dessen Teilgehalt der schonenden Rechtsausübung zu verstehen sei, ist nicht näher einzugehen, da - wie unter beschrieben III.2.2b - das Bundesgericht diese Rechtsprechung im zweiten Ringier-Fall kippte.

⁵³ Zu den vorliegend nicht näher zu besprechenden Alternativen zur Ausgabe der neuen Aktien zum inneren Wert der bisherigen Aktien, welche ebenfalls unstrittig zulässig sind (wie namentlich die Abfindung bzw. Barabgeltung der ihr Bezugsrecht nicht ausübenden Aktionäre, der Kauf der nicht ausgeübten Bezugsrechte zu ihrem vollen Wert durch die restlichen Aktionäre und die Ausgabe von Genussscheinen), vgl. GAUDENZ ZINDEL, Bezugsrechte in der Aktiengesellschaft, Diss. Zürich 1984, 155 ff. (= SSHW 78).

⁵⁴ MEIER-HAYOZ/ZWEIFEL (FN 19), 388 ff. und 396.

⁵⁵ So beispielsweise PETER NOBEL, der die faktische aufgezwungene Wahl des Aktionärs - zwischen für die Konkurrenz nützliche Investition im Rahmen der Beteiligung an der Kapitalerhöhung oder des monetären Verlustes bei Nichtausübung des Bezugsrechts - in

auf die Ausgestaltung von Emissionsbedingungen bei der Ausgabe neuer Aktien die Befolgung des Gebots der schonenden Rechtsausübung.⁵⁶ Das Bundesgericht anerkannte das Gebot der schonenden Rechtsausübung allerdings erst 1991 im sog. *Canes*-Entscheid ausdrücklich.⁵⁷

b. Faktischer Bezugsrechtsausschluss

Teile der Doktrin kritisieren die Ausgabe zu pari unter Berufung auf den Ansatz des *faktischen Bezugsrechtsausschlusses* (teilweise wird synonym auch der Begriff des materiellen oder tatsächlichen Ausschlusses verwendet). Gemäss dieser Rechtsfigur sind wesentliche Erschwerungen des Bezugsrechts, die den Aktionären die Ausübung zwar nicht rechtlich, wohl aber faktisch verunmöglichen dem formellen Ausschluss des Bezugsrechts gleichzustellen.⁵⁸ Das Prinzip der schonenden Rechtsausübung, so die Argumentation, erfasse auch die Fälle des faktischen Bezugsrechtsausschlusses⁵⁹, wobei die benachteiligende Festsetzung des Bezugspreises einen solchen faktischen Ausschluss darstellen könne und damit allenfalls gegen den Grundsatz der schonenden Rechtsausübung verstosse.⁶⁰ Auf gleiche Stufe mit einem formellen Ausschluss zu stellen seien weiter Fälle, in denen nicht die Ausübung des Bezugsrechts, sondern die dem Bezugsrecht immanente freie Wahl zwischen Ausübung und Nichtausübung faktisch entzogen sei, also dem Bezugsberechtigten ein faktischer Bezugszwang auferlegt sei, da er bei Nichtausübung eine Verwässerung gewärtigen müsse.⁶¹ Das Bundesgericht habe es in den Ringier-Fällen verpasst, in der Festsetzung des Ausgabepreises losgelöst vom inneren Wert einen faktischen Bezugsrechtsausschluss zu erkennen.⁶²

Es ist u.E. fraglich, ob mit dem Institut des faktischen Bezugsrechtsausschlusses im Zusammenhang mit der Frage der Festsetzung des Ausgabebetrags viel gewonnen ist. So spielt es keine Rolle, ob direkt argumentiert wird, die Festsetzung des Ausgabebetrags unter dem inneren Wert verstosse gegen das Prinzip der schonenden Rechtsausübung oder über den dogmatischen Umweg, die Festsetzung komme wegen des Bezugszwangs einem faktischen Ausschluss des Bezugsrechts gleich, welcher wiederum unter dem Gebot der schonenden Rechtsausübung unzulässig sei. Für die vorliegend interessierende Frage kann somit offen bleiben, ob eine Ausgabe zu pari direkt allenfalls gegen das Gebot der schonenden Rechts-

ausübung verstösst oder als möglicherweise unzulässiger faktischer Bezugsrechtsausschluss zu qualifizieren ist, welcher gegen das Gebot der schonenden Rechtsausübung verstösst.

2.4 Stand von Rechtsprechung und Lehre heute

Das Bundesgericht berief sich in seinem soweit ersichtlich jüngsten Entscheid zur Frage der Festsetzung des Ausgabebetrags⁶³, welcher im Jahr 2003 erging, wieder auf seine Rechtsprechung in den Ringier-Fällen. Zwar bezog sich das Bundesgericht nun explizit auf den seit dem *Canes-Entscheid*⁶⁴ anerkannten Grundsatz der schonenden Rechtsausübung und zitierte gar die Autoren, die die Ringier-Entscheidung unter Berufung auf das Gebot der schonenden Rechtsausübung kritisiert hatten.⁶⁵ Das Bundesgericht bestätigte aber dennoch seine Auffassung und wiederholte seine Formel, das Gebot der schonenden Rechtsausübung finde seine Schranke am Mehrheitsprinzip und die Mehrheit an der Generalversammlung entscheide auch dann bindend, wenn sie nicht die bestmögliche Lösung treffe und die eigenen Interessen denjenigen der Minderheit vorgehen lasse. Die Schranke bei der Festsetzung des Ausgabebetrags sei einzig der offensichtliche Rechtsmissbrauch.⁶⁶

Als die gleiche Meinung wie das Bundesgericht vertretend, also die Meinung, die Festsetzung des Ausgabebetrags dürfe einzig nicht offensichtlich rechtsmissbräuchlich sein, müssen NICOLAS und EVA DRUEY zusammen mit LUKAS GLANZMANN verstanden werden, wenn sie schreiben: «*Sofern die Mehrheit ihre Macht nicht offensichtlich missbraucht, steht das Gebot der schonenden Rechtsausübung unter der Schranke des Mehrheitsprinzips, dem sich jeder Aktionär durch den Aktienwerb unterwirft.*»⁶⁷

PETER BÖCKLI tritt der aktuellen Meinung des Bundesgerichts entgegen und meint, unter dem geltenden Aktienrecht werde die Festsetzung der Ausgabebedingungen «*vom Sachlichkeits- und Erforderlichkeitsgebot, dem Grundsatz der schonenden Rechtsausübung und der relativen Gleichbehandlung mit dem Missbrauchsverbot beherrscht*». Daraus leitet PETER BÖCKLI ab, «*unter Vorbehalt wichtiger Gründe*»⁶⁸ sei der Ausgabebetrag verhältnismässig «*nahe beim inneren Wert*» anzusetzen oder den Aktionären ein rechtlich und tatsächlich abtretbares Bezugsrecht einzuräumen. Für die hier interessierenden nicht-börsenkotierten Gesellschaften, wo die eingeräumten Bezugsrechte in der Regel faktisch nicht

den Ringier-Entscheiden als «ungemütlich» beschrieb (PETER NOBEL, Bezugsrecht und Bezugsrechtsausschluss, AJP 1993, 1173). Siehe für eine Übersicht der Kritik ZINDEL (FN 53), 249 FN 230.

⁵⁶ ZINDEL (FN 53), 244 ff.

⁵⁷ BGE 117 II 290, 300 ff. (vgl. auch Pra 81 (1992) Nr. 137). Siehe hierzu ferner etwa GERICKE (FN 26), 228 und NOBEL (FN 55), 1173.

⁵⁸ ZINDEL (FN 53), 210.

⁵⁹ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652b N 24.

⁶⁰ WOLFGANG MÜLLER im CHK zu OR 652b N 25.

⁶¹ So ZINDEL (FN 53), 210 f.; MEYER-HAYOZ/ZWEIFEL (FN 19), 395.

⁶² So ZINDEL (FN 53), 210 f.

⁶³ Siehe BGer 4C.242/2001.

⁶⁴ Siehe FN 57.

⁶⁵ Vgl. BGer 4c.242/2001 in welchem in E. 4.2 u.a. auf FORSTMOSTER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 27), § 39 N 95ff. Bezug genommen wird.

⁶⁶ BGer 4C.242/2001, E. 4.2.

⁶⁷ DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN (FN 7) § 9 N 85.

⁶⁸ BÖCKLI (FN 5), § 1 N 308.

zu einem fairen Preis veräusserlich sind, empfehle sich «*dringend ein höherer, dem inneren Wert nahe kommender Ausgabebetrag*»⁶⁹. Weiter kommt PETER BÖCKLI zum Schluss, die Ringier-Praxis des Bundesgerichts müsse als überholt beurteilt werden, konzidiert aber, dass das Bundesgericht sich noch im Jahre 2003 in einem «*ominösen obiter dictum*» auf die Ringier-Fälle berufen hatte.⁷⁰

Auch MAX BAUMANN meint, unter Abwägung der Interessen der Gesellschaft gegen diejenigen des Minderheitsaktionärs hätten die Ringier-Entscheide unter geltendem Recht «*mit allergrösster Wahrscheinlichkeit zu einem anderen Ergebnis führen müssen*».⁷¹

Gleicher Meinung ist auch DIETER GERICKE, der im Hinblick auf den noch zu beleuchtenden Vorentwurf 2014 schreibt, die Ringier-Praxis sei nicht mehr massgeblich⁷² und eine Gesetzesänderung sei deshalb nicht nötig. Dies mit der rechtspolitisch-empirischen Begründung, die im Aktienrecht von 1991 eingeführten Verfahrensregeln und Prinzipien hätten eine ausserordentlich disziplinierende Funktion auf private Kapitalerhöhungen gehabt und stossende Fälle, in denen Minderheitsaktionäre über missbräuchlich angesetzte Ausgabepreisregelungen diskriminiert oder wirtschaftlich erheblich geschädigt wurden, seien kaum mehr an die Oberfläche getreten.⁷³

ROLAND VON BÜREN, WALTER A. STOFFEL und ROLF H. WEBER sind bei der Festsetzung des Ausgabepreises u.E. ein wenig kulanter als PETER BÖCKLI – zumindest im Kontext der Aktienzeichnung durch einen neuen Aktionär. Sie gehen davon aus, dass ein Abschlag zum inneren Wert dann rechtsmissbräuchlich und damit unzulässig sei, wenn die dadurch gewährte «Prämie» (Differenz zwischen dem Ausgabepreis und dem darüber liegenden inneren Wert) ein Mehrfaches des Ausgabepreises ausmache.⁷⁴ Der nach dieser Meinung zulässige Abschlag ist je nach Höhe des Ausgabepreises aber unter Umständen bereits beträchtlich. Die genannten Autoren sind deshalb u.E. so zu verstehen, dass sie eine weniger strenge Meinung als PETER BÖCKLI vertreten, welcher verlangt, der Ausgabebetrag müsse «*nahe beim inneren Wert*» angesetzt werden.

HANS-CASPAR VON DER CRONE schliesslich meint, innerhalb der Schranken des Rechtsmissbrauchs könne der Ausgabebetrag, solange das Bezugsrecht gewahrt sei, unter dem inneren Wert der neuen Aktien angesetzt werden. Im Gegensatz zu PETER BÖCKLI hält HANS-CASPAR VON DER CRONE die von ihm als ständig bezeichnete

Ringier-Praxis des Bundesgerichts für weiter anwendbar. Wenn der Aktionär auf eine Teilnahme an der Kapitalerhöhung verzichte, so habe er eine Stimmrechts- und Kapitalverwässerung in Kauf zu nehmen und keinen Anspruch darauf, dass die Mehrheit die für die Minderheit bestmögliche Lösung treffe und damit die Interessen der Minderheit vor ihre eigenen Interessen stelle. Vordergründig sieht also HANS-CASPAR VON DER CRONE die Schranke einzig im Rechtsmissbrauchsverbot und teilt die Meinung des Bundesgerichts. Bei genauerem Hinsehen fällt aber auf, dass HANS-CASPAR VON DER CRONE dennoch etwas strenger ist als das Bundesgericht, denn im Gegensatz zum Bundesgericht qualifiziert HANS-CASPAR VON DER CRONE den Rechtsmissbrauch in diesem Zusammenhang genauer: Rechtsmissbrauch bei der Festsetzung des Ausgabebetrags solle konkret vorliegen, wenn der Ausgabebetrag ohne jegliche sachliche Begründung und «*losgelöst*» vom inneren Wert der Aktie festgesetzt werde, was insbesondere der Fall sein soll, wenn die Kapitalerhöhung für die Aktionäre, die sich nicht an der Kapitalerhöhung beteiligen, beinahe enteignende Wirkung hat.⁷⁵ Eine solche Qualifikation des Begriffs der Rechtsmissbräuchlichkeit macht das Bundesgericht wie oben gezeigt nicht. HANS-CASPAR VON DER CRONE nähert sich damit also der Meinung von PETER BÖCKLI und DIETER GERICKE an. Dennoch besteht auch zu diesen Autoren noch ein gradueller Unterschied, denn PETER BÖCKLI und DIETER GERICKE meinen wie gezeigt, der Ausgabebetrag müsse nahe am inneren Wert sein, was nicht identisch ist mit der Forderung, der Ausgabebetrag dürfe nicht losgelöst vom inneren Wert festgesetzt werden. Auch wenn der Ausgabebetrag nicht losgelöst vom inneren Wert festgesetzt wird, kann er immer noch weit weg vom inneren Wert liegen. Mit anderen Worten scheint HANS-CASPAR VON DER CRONE den Mittelweg zu gehen, nämlich die Festsetzung des Ausgabebetrages nicht völlig losgelöst vom inneren Wert, aber auch nicht zwingend nahe beim oder zum inneren Wert.

2.5 Zusammenfassung und Würdigung

Obschon seit den Ringier-Entscheiden verschiedene Prinzipien im Aktienrecht kodifiziert wurden (z.B. das Sachlichkeitsgebot in Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR, das relative Gleichbehandlungsgebot im Rahmen von Art. 717 Abs. 2 OR)⁷⁶, welche auf den Schutz der Aktionäre bei

⁶⁹ BÖCKLI (FN 5), § 1 N 309.

⁷⁰ BÖCKLI (FN 5), § 2 N 257a.

⁷¹ ZK-BAUMANN, Art. 2 ZGB N 301.

⁷² GERICKE (FN 26), 229 FN 18, mit Verweis auf BÖCKLI (FN 5), § 1 N 309.

⁷³ GERICKE (FN 26), 228.

⁷⁴ VON BÜREN/STOFFEL/WEBER (FN 7), N 370d.

⁷⁵ VON DER CRONE (FN 21), 669 und 674 f. und HANS CASPAR VON DER CRONE, Kernfragen der Aktienrechtsrevision, in: SZW 2017, S. 5 f.; unklar ist die Meinung von FORSTMOSER/KÜCHLER, wenn sie schreiben, in Bezug auf die konkrete Ausgestaltung sei jeweils das Gebot der schonenden Rechtsausübung zu beachten (siehe FORSTMOSER/KÜCHLER (FN 6) N 1401). Dies ist in der Lehre unstrittig, die entscheidende Frage ist, wie das Gebot der schonenden Rechtsausübung im Falle einer Kapitalerhöhung anzuwenden ist, d.h., ob schonende Rechtsausübung bedeutet, dass der Ausgabebetrag der neuen Aktien zu inneren Wert der bestehenden Aktien ausgegeben werden muss.

⁷⁶ Siehe dazu oben, Ziff. III.2.1 sowie GERICKE (FN 26), 228.

einer Kapitalerhöhung abzielen, und auch wenn die höchstrichterliche Rechtsprechung seit den Ringier-Entscheiden zumindest den Grundsatz der schonenden Rechtsausübung als Ausfluss des Rechtsmissbrauchsverbots ausdrücklich anerkannte, so besteht bislang soweit ersichtlich keine bundesgerichtliche Rechtsprechung, welche die Festsetzung des Ausgabebetrages unter dem inneren Wert der Aktie bei gleichzeitiger Gewährung des Bezugsrechts als grundsätzlich unzulässig erklären würde. Es bestehen auch sonst keine strikte Regeln betreffend die genaue Festsetzung des Ausgabepreises⁷⁷, was u.E. zu Recht den betroffenen Gesellschaften nach wie vor den nötigen Spielraum lässt. Im Gegenteil: Das Bundesgericht scheint Mehrheitsentscheide (auch hinsichtlich einer Festsetzung des Ausgabepreises unter dem inneren Wert) solange zu schützen, als sie nicht offensichtlich rechtsmissbräuchlich sind⁷⁸ und hielt in BGer 4A_43/2007 fest, dass eine Kapitalerhöhung auch nicht alleine deswegen missbräuchlich sei, weil eine Aktionärin keine Aktien beziehen könne oder möchte⁷⁹. So hielt auch PETER BÖCKLI kürzlich fest, dass das Bundesgericht Mehrheitsentscheide grundsätzlich schützt, bis sie die Schwelle des Mehrheitsmissbrauchs erreichen, und dass folglich die Prozesschancen von Minderheitsaktionären bei der Anfechtung von Mehrheitsentscheiden – von «*offensichtlichen Missbrauchsfällen*» abgesehen – gering seien.⁸⁰

Die Tendenz in der Literatur und in der geplanten Gesetzgebung mag zwar dahin gehen, dass der Ausgabebetrag nur unter besonderen Umständen losgelöst vom inneren Wert festgelegt werden darf. Dennoch bleibt es *de lege lata* dabei, dass die Festlegung des Ausgabepreises bei der Kapitalerhöhung unter dem inneren Wert bei gleichzeitiger Gewährung des Bezugsrechts grundsätzlich zulässig ist, sofern der Ausgabebetrag nicht entgegen den Interessen der Minderheit in rechtsmissbräuchlicher Weise festgelegt wird.⁸¹

Somit stellt sich bis zur höchstrichterlichen Entscheidung bzw. bis zur Einführung einer einschlägigen Gesetzesbestimmung im Aktienrecht die Frage, wann die Festsetzung eines Ausgabepreises denn nun rechtsmissbräuchlich ist. Einigkeit in Literatur und Rechtsprechung dürfte in denjenigen Fällen bestehen, in welchen nachweislich der Ausgabebetrag bewusst zum Nachteil eines Minderheitsaktionärs unter dem inneren Wert der Aktie angesetzt wurde, einzig in der Absicht, beim Minderheitsaktionär eine Kapitalverwässerung herbeizuführen.⁸² Solch offensichtliche Fälle dürften in der Praxis nur selten vorkommen, lassen sich doch in den meisten Fällen Gründe anführen, weshalb eine Kapitalerhöhung beispielsweise aus betriebswirtschaftlicher oder bilanztechnischer Sicht nötig ist und weshalb man den Ausgabebetrag unter dem inneren Wert ansetzen will.⁸³

In der Literatur und Rechtsprechung wird sodann im Zusammenhang mit der Frage, wann ein Mehrheitsentscheid betreffend die Festsetzung des Ausgabebetrags rechtsmissbräuchlich sei, vor allem auf das Prinzip der schonenden Rechtsausübung zurückgegriffen. Danach verstossen Mehrheitsbeschlüsse dann gegen das Gebot der schonenden Rechtsausübung und sind damit rechtsmissbräuchlich bzw. verstossen gegen den Grundsatz von Treu und Glauben⁸⁴, *wenn sie Rechte der Minderheit beeinträchtigen und das im Interesse der Gesellschaft verfolgte Ziel auch auf eine andere, für die Minderheit weniger schädliche Weise erreicht werden könnte*⁸⁵. Sodann soll gemäss Bundesgericht ein Mehrheitsentscheid ganz allgemein missbräuchlich sein, wenn er die Interessen der Minderheit offensichtlich beeinträchtigt und Sonderinteressen der Mehrheit ohne Grund bevorzugt, wobei für die Rechtfertigung des Beschlusses durch vernünftige wirtschaftliche Erwägung auf die Interessen der Gesellschaft und der Gesamtheit der Aktionäre abzustellen sei und keine Prüfung der Angemessenheit erfolgt.⁸⁶

Das von MEIER-HAYOZ/ZWEIFEL im Rahmen ihrer Kritik an der Ringier-Rechtsprechung entwickelte Prüfungsschema, zur Feststellung ob ein Mehrheitsbeschluss das

⁷⁷ FRANK GERHARD, Private Investments in Public Equity (PIPEs) in der Schweiz, in: Kapitalmarkttransaktionen V, EIZ – Europa Institut Zürich, Nr. 107, Zürich 2010, 231.

⁷⁸ BGer 4C.242/2001, E. 4.2. Vgl. auch BGer 4A_43/2007, E. 5.

⁷⁹ Im Originalwortlaut: «*La dilution est une conséquence banale de toute augmentation du capital-actions et [...] une augmentation n'est pas illicite ni abusive simplement parce que l'un des actionnaires ne peut pas ou ne veut pas exercer son droit de souscription.*» (BGer 4A_42/2007, E. 5).

⁸⁰ PETER BÖCKLI, Stimmenmehrheit unter Verdacht: Wege und Irrwege im aktienrechtlichen Minderheitenschutz, SZW 2016, 446.

⁸¹ Eine Strömung in der Schweizer Literatur scheint diese Ansicht zu teilen und davon auszugehen, dass eine Ansetzung des Ausgabebetrags unter dem inneren Wert möglich ist, es sei denn, der Ausgabebetrag unter dem inneren Wert müsste ansonsten als rechtsmissbräuchlich angesehen werden. Siehe dazu VON DER CRONE (FN 21), § 10 N 106 und DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN (FN 7) § 9 N 85. Auch GAUDENZ ZINDEL geht davon aus, dass selbst Kombinationen von drastischer Erhöhung des Kapitals bei gleichzeitiger Ausgabe zum Nennwert unter ganz besonderen Umständen sachlich gerechtfertigt sein können (ZINDEL (FN 53), 212).

⁸² GLANZMANN LUKAS, Die grosse Aktienrechtsrevision – Kritische Anmerkungen zum Entwurf des Bundesrates, ST 2008, 668; BGE 99 II 55, E. 4b; BGE 102 II 265, E. 3; BGer 4C.242, E.5.1.

⁸³ In der Literatur wird in dieser Hinsicht oft angeführt, dass gerade in Sanierungssituationen neue Investoren allenfalls nur bei günstigen Ausgabebedingungen gewillt sein können, die dringenden nötigen Investitionen zu tätigen bzw. Aktien an der notleidenden Gesellschaft zu zeichnen. Siehe dazu BÖCKLI (FN 5) § 2 N 294 f.; PETER R. ISLER/GAUDENZ G. ZINDEL, Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen in der Aktienrechtsrevision, SSHW 2010, 88; CHRISTOPH B. BÜHLER, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Habil. Zürich 2009, 266. Zu den weiteren Motiven bei der Gestaltung der Parameter einer Kapitalerhöhung siehe etwa DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN (FN 7), § 9 N 58 ff.

⁸⁴ Zur dogmatischen Einordnung des Gebots der schonenden Rechtsausübung, siehe BSK ZGB I-HONSELL, Art. 2 N 22 m.H.

⁸⁵ MEIER-HAYOZ/ZWEIFEL (FN 19), 393; BK-HAUSHEER/AEBI-MÜLLER, ZGB 2 N 224; BGer 4C.242/2001 E. 4.2; BGer 4A_43/2007 E. 5.

⁸⁶ BGer 4C.242/2001, E. 5.1.

Gebot der schonenden Rechtsausübung verletzt, kann u.E. als Ausgangspunkt herangezogen werden für die Beurteilung, ob die Festsetzung des Ausgabebetrag bei Gewährung des Bezugsrechts rechtsmissbräuchlich war. Nach diesem Schema müssen die nachfolgenden vier Voraussetzungen erfüllt sein, damit ein Mehrheitsbeschluss das Gebot der schonenden Rechtsausübung verletzt⁸⁷ bzw. offensichtlich rechtsmissbräuchlich ist:

- 1) *Durch den Beschluss werden Minderheitsrechte erheblich beeinträchtigt.*
- 2) *Der durch den Beschluss angestrebte Zweck liegt im Gesellschaftsinteresse.*
- 3) *Der durch den Beschluss angestrebte Zweck lässt sich auch durch ein anderes, die Minderheitsrechte schonenderes, Mittel erreichen.*
- 4) *Die Wahl des schonenderen Mittels kann der Mehrheit zugemutet werden, was namentlich dann der Fall ist, wenn dies ohne Nachteil für die rechtmässigen Interessen der Mehrheit erfolgen kann.*

Ausgehend von obigem Schema sollten bei einer Prüfung, ob die Festlegung des Ausgabebetrag unter dem inneren Wert bei gleichzeitiger Gewährung des Bezugsrechts gegen das Verbot der schonenden Rechtsausübung verstösst, die nachfolgenden Überlegungen einfließen.

- 1) *Erhebliche Beeinträchtigung der Minderheitsrechte:*
Eine Festsetzung des Ausgabebetrag unter dem inneren Wert bei Gewährung des Bezugsrechts wird nur dann missbräuchlich sein, wenn die Rechte der Minderheit dadurch erheblich beeinträchtigt werden. Bei der Einzelfallwürdigung wird unter diesem Prüfungspunkt der *Umfang der Stimmrechts- und Kapitalverwässerung* bei Nichtausübung des Bezugsrechts in die Wertung miteinbezogen werden müssen. Eine erhebliche Beeinträchtigung der Minderheitsrechte wird wohl dann angenommen werden können, wenn der Minderheitsaktionär sich bei Nichtteilnahme an der Kapitalerhöhung eine enteignungsähnliche Verwässerung gefallen lassen muss. Je geringer die Stimmrechts- und Kapitalverwässerung ausfällt, desto weniger wird jedoch die Festsetzung des Ausgabepreises unter dem inneren Wert als erhebliche Beeinträchtigung des Minderheitsaktionärs gelten können. Ferner muss die *Verkehrsfähigkeit der Bezugsrechte* in die Beurteilung miteinbezogen werden. Ist die Übertragung des Bezugsrechts nicht eingeschränkt und besteht ein liquider Markt, an welchem der Minderheitsaktionär sein Bezugsrecht (nahe oder zum inneren Wert) veräussern kann, so wird die Beeinträchtigung weniger schwer zu gewichten sein.
Wird sodann etwa vom Mehrheitsaktionär angeboten, die dem nicht an der Kapitalerhöhung teilnehmenden Minderheitsaktionär zustehenden Bezugsrechte zum

inneren Wert oder einem diesen berücksichtigenden Preis abzukaufen, wird kaum je eine erhebliche Beeinträchtigung der Rechte des Minderheitsaktionärs vorliegen.

Bei der Zuteilung nicht ausgeübter Bezugsrechte wird weiter der Verwaltungsrat im Interesse der Gesellschaft handeln und wiederum den Grundsatz der Gleichbehandlung beachten müssen⁸⁸, was ebenfalls hinsichtlich der Beeinträchtigung der Minderheitsrechte zu berücksichtigen sein wird. Konkret bedeutet dies etwa, dass die in einem Verwaltungsratsbeschluss allenfalls festgehaltenen Überlegungen zur Zuteilung nicht ausgeübter Bezugsrechte auch bei der Beurteilung, ob die Minderheitsrechte erheblich verletzt wurden, herangezogen werden können.

- 2) *Angestrebter Zweck des Beschlusses liegt im Gesellschaftsinteresse:*

Ein die Minderheitsrechte beeinträchtigter Beschluss betreffend die Festsetzung des Ausgabebetrag wird nur dann zulässig sein, wenn die Benachteiligung unter anderem zur Förderung des Gesellschaftsinteresses geeignet ist.⁸⁹ Wird der angestrebte Zweck des Kapitalerhöhungsbeschlusses nicht durch das Gesellschaftsinteresse gedeckt, wird der Beschluss rechtsmissbräuchlich sein, wenn dabei Aktionäre geschädigt werden.⁹⁰ Bei der Prüfung dieses Punktes sollte u.E. auch das aktienrechtliche *Sachlichkeitsgebot* in die Erwägung miteinbezogen werden, geht es dabei doch gerade um die Frage, ob sich die Einschränkung in casu durch vernünftige wirtschaftliche Überlegungen rechtfertigen lässt oder der Verfolgung sachfremder und vom Gesellschaftsinteresse losgelöster Interessen dient⁹¹.

Die Frage, ob der mit der Kapitalerhöhung verfolgte Zweck – z.B. die Investition in neue Anlagen oder die finanzielle Sanierung der Gesellschaft – im Gesellschaftsinteresse liegt, sollte u.E. zunächst unabhängig vom festgesetzten Ausgabebetrag geprüft werden. Lässt sich der mit der Kapitalerhöhung verfolgte Zweck in keiner Weise mit dem Gesellschaftsinteresse rechtfertigen, so erübrigt sich eine Prüfung der genauen Festlegung des Ausgabebetrag. Zudem wird die Festlegung des Ausgabebetrag wohl in den meisten Fällen sinnvollerweise bei der Frage nach schonenderen Mitteln zur Zweckverfolgung zu prüfen sein (dazu sogleich). Was bei diesem Prüfungspunkt allerdings nie vergessen werden darf, ist die zwingend gebotene Zurückhaltung des prüfenden Gerichts, geht es hier doch um die Frage ob gerade-

⁸⁸ BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 650 N 29 mit Verweis auf ZINDEL (FN 53), 154.

⁸⁹ BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706 N 15.

⁹⁰ MEIER-HAYOZ/ZWEIFEL (FN 19), 392. Siehe auch BSK OR II-DUBS/TRUFFER, Art. 706 N 12 m.H.

⁹¹ Zum Inhalt des Sachlichkeitsgebots, siehe VON DER CRONE (FN 21), § 8 N 43 ff.

⁸⁷ MEIER-HAYOZ/ZWEIFEL (FN 19), 393.

zu sachfremde Einzelinteressen verfolgt werden und nicht darum, das gerichtliche Ermessen an die Stelle der Würdigung durch die gesellschaftsrechtlichen Entscheidungsträger zu setzen. In diesem Sinne ist nochmals an das *Mehrheitsprinzip* zu erinnern und an die Tatsache, dass Entscheide auch dann rechtmässig und verbindlich sein können, wenn sie für die Minderheit nicht die beste mögliche Variante darstellen.

3) *Mit Beschluss angestrebter Zweck lässt sich mit schonenderem Mittel erreichen:*

Unter diesem Prüfungspunkt wird einerseits zu eruieren sein, ob überhaupt ein anderes Mittel zur Zweckverfolgung im konkreten Fall zur Verfügung steht bzw. stand, andererseits, ob das alternative Mittel auch schonender gewesen wäre. Die Prüfung dieser Frage wird aber nur dann relevant sein, wenn man unter dem Prüfungspunkt 1) zum Schluss gekommen ist, dass die Minderheitsrechte *erheblich* verletzt wurden. In diesem Sinne gilt es klar festzuhalten, dass es kein Gebot gibt, in jedem Falle immer die schonendere Variante zugunsten der Minderheit zu wählen.

Auf die Frage nach einem schonenderen Mittel mag die *Ansetzung des Ausgabebetrages zum inneren Wert* eine, wenn auch nicht die einzige, Antwort sein. Dabei wird auch auf den mit der Kapitalerhöhung verfolgten Zweck Rücksicht genommen werden müssen. Auch die Fixierung des Ausgabepreises mit einem geringeren Abschlag zum inneren Wert kann ein milderer Mittel sein, wobei der Richter diesbezüglich wiederum die Umstände des Einzelfalls wird beachten müssen, bspw. kann in einer Sanierungssituation ein höherer Abschlag gerechtfertigt sein. Auf keinen Fall darf das Kriterium des milderen Mittels allerdings dazu führen, dass in einer unzulässigen Verkehrung des Rechts die Minderheit quasi die Ausgabebedingungen diktiert – so bspw. durch Drohen mit einer Handelsregistersperre für den Fall, dass nicht der Ausgabepreis angehoben oder eine Barabfindung offeriert wird (dazu sogleich) – zumal es in vorliegend analysierter Fragestellung ja um Situationen geht, in denen der Minderheitsaktionär an der Kapitalerhöhung durch Bezugsrechtsausübung hätte teilnehmen können.

Eine weitere, allenfalls schonendere, Vorgehensweise bei der Festsetzung des Ausgabepreises unter dem inneren Wert kann sein, dass dem Minderheitsaktionär eine *Barabgeltung* zwecks Schutz vor der drohenden Kapitalverwässerung angeboten wird.⁹² In dieser Hinsicht ist allerdings klarzustellen, dass der Minderheitsaktionär keinen Anspruch auf eine Barabfin-

dung hat. Vielmehr dient eine solche Barabfindung dazu, gravierende Nachteile auszugleichen, die sich daraus ergeben können, dass der Minderheitsaktionär sich nicht an der Kapitalerhöhung beteiligt. Dieses Mittel wird v.a. dann interessant sein, wenn der Ausgabebetrag weit tiefer als der innere Wert festgelegt werden soll. Wird eine (angemessene) Barabfindung offeriert, wird zudem unter Umständen schon unter dem ersten Prüfungspunkt eine erhebliche Beeinträchtigung der Minderheitsrechte zu verneinen sein. Weitere Mittel, die im Einzelfall allenfalls schonender sein können, umfassen die Abfindung nichtausgeübter Bezugsrechte durch Ausgabe von Genussscheinen oder die Kapitalerhöhung zu pari nach Ausschüttung der Reserven als Gratisaktien.⁹³

4) *Schonenderes Mittel kann der Mehrheit zugemutet werden:*

Bestehen keinerlei Nachteile für die Mehrheit, wenn anstatt dem gewählten Mittel das schonendere Mittel gewählt wird, ist dieser Prüfungspunkt zu bejahen. Ist das schonendere Mittel jedoch im Vergleich mit dem gewählten Mittel mit Nachteilen für die Mehrheit verbunden, so müssen diese Nachteile der Mehrheit zumutbar sein. Zumutbar werden diese Nachteile insbesondere dann sein, wenn sie im Vergleich zum drohenden Nachteil für die Minderheit nur wenig oder gar nicht ins Gewicht fallen. In diesem Sinne wird an dieser Stelle eine Interessenabwägung stattfinden müssen, wobei wiederum die Aspekte des konkreten Falles bestimmend sein werden.

Die obigen Ausführungen zu den einzelnen Prüfungspunkten bei der Beurteilung, ob die Ausgabe von Aktien unter dem inneren Wert, bei Gewährung des Bezugsrechts, gegen das Gebot der schonenden Rechtsausübung verstossen und damit rechtsmissbräuchlich sind, sollen als Leitplanken verstanden sein und können die Einzelfallwürdigung nicht ersetzen. Liegt ein Verstoß gegen das Gebot der schonenden Rechtsausübung vor, so unterliegt der fragliche Beschluss der Anfechtung nach Art. 706 OR.

IV. Festsetzung des Ausgabebetrags de lege ferenda

1. Gesetzliche Regelung

Der Vorentwurf zur Aktienrechtsrevision 2014⁹⁴ hatte im neuen Absatz 4 zu Art. 652b VE-OR für die Festset-

⁹² So ausdrücklich ZINDEL (FN 53), 158, der mit Blick auf die Ringier-Entscheid festhält, dass die Barabgeltung eine Möglichkeit sei, bei solchen Kapitalerhöhungen – d.h. hohe Nominalerhöhung bei gleichzeitiger Pariausgabe – den Grundsatz der schonenden Rechtsausübung zu wahren.

⁹³ MEIER-HAYOZ/ZWEIFEL (FN 19), 396.

⁹⁴ Vorentwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), abrufbar unter <https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14/vorentw-d.pdf> (zuletzt abgerufen am 16. Juli 2017; zit. «Vorentwurf 2014»).

zung des Ausgabebetrags noch explizit vorgeschlagen, der Ausgabebetrag dürfe nur dann wesentlich tiefer als der *wirkliche Wert* der Aktien festgesetzt werden, wenn das Bezugsrecht handelbar sei oder sämtliche an der Generalversammlung vertretenen Aktionäre dem Ausgabebetrag zustimmten.⁹⁵ Die Einführung einer Regel wurde in der Lehre einerseits begrüsst⁹⁶, teilweise aber auch als unnötig empfunden.⁹⁷ Unabhängig davon, ob eine explizite Vorschrift zum Ausgabepreis überhaupt für notwendig befunden wurde, hatten die Kommentare zum Vorentwurf die vorgeschlagene Regelung einhellig als starr oder unpraktisch taxiert. Weiter kritisierten sie insbesondere das für eine Abweichung vom wirklichen Wert verlangte Einstimmigkeitserfordernis sowie die Aufnahme des unbestimmten Rechtsbegriffs des wirklichen Werts.⁹⁸

Diesen Bedenken zum Vorentwurf 2014 hat der Bundesrat nun Rechnung getragen⁹⁹. So soll der zweite Satz des neuen Art. 652b Abs. 4 E-OR gemäss dem aktuellen Entwurf zur Aktienrechtsrevision¹⁰⁰ wie folgt lauten:

«Durch die Aufhebung des Bezugsrechts oder die Festsetzung des Ausgabebetrags darf niemand in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt werden.»

Der explizite Verweis auf den wirklichen Wert ist also gestrichen worden. Neu wird in Absatz 4 ausdrücklich erwähnt, dass nicht nur durch die Aufhebung des Bezugsrechts, sondern auch durch die Festsetzung des Ausgabebetrags niemand in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt werden darf.¹⁰¹ Im Unterschied zum Vorentwurf 2014 wird also nicht mehr explizit die Regel festgeschrieben, wonach der Ausgabebetrag dem inneren Wert entsprechen muss¹⁰², sondern lediglich die abstrakte, bestehende Regel zum Bezugsrechtsausschluss übernommen.

In der Doktrin wird die neue Regelung bisher so verstanden, dass damit die Lücke geschlossen werde, welche die bundesgerichtliche Rechtsprechung im bisherigen

Recht offengelassen hatte, indem sie bezugsberechtigte (aber nicht -willige) Aktionäre einzig vor offensichtlich rechtsmissbräuchlichen Ausgabebeträgen geschützt hatte (bzw. theoretisch hätte). Die bisher dazu geäusserten Meinungen können damit nur so verstanden werden, dass mit Art. 652b Abs. 4 E-OR kein Weg mehr daran vorbei führt, den Ausgabebetrag (wenn auch evtl. mit einem möglichen Abschlag) dem inneren Wert anzugleichen. Die Regelung des Entwurfs 2017 wird in der Literatur begrüsst, da sie die Interessen der Aktionäre schütze, gleichzeitig aber den Ermessenspielraum des Verwaltungsrates bzw. einer allfälligen Mehrheitsaktionärin nicht zu stark einschränke.¹⁰³

2. Würdigung

Mit der im Entwurf 2016 in Art. 652b Abs. 4 E-OR verwendeten Formulierung soll für die Festsetzung des Ausgabebetrags somit dieselbe Formel wie für die Aufhebung des Bezugsrechts gelten, nämlich dass eine unsachliche Begünstigung bzw. Benachteiligung eines Aktionärs verboten sei.

Eine solche Benachteiligung oder Begünstigung liegt im Fall der Einschränkung des Bezugsrechts vor, wenn diese dazu dient einer bestimmten Aktionärsgruppe übermässige Nachteile zuzuweisen oder einer anderen Gruppe Vorteile zuzuschancen, die in Wahrheit nichts zu tun haben mit der Verfolgung des Gesellschaftszwecks und der Beschaffung neuen Eigenkapitals.¹⁰⁴ Angewandt auf die Festsetzung des Ausgabebetrags hiesse dies, dass es künftig gesetzlich verboten sei, den Ausgabebetrag so stark unter dem inneren Wert (oder zumindest einen vernünftigen Abschlag unterschreitend) festzusetzen, dass evidenterweise die Festsetzung des Ausgabebetrags in Wahrheit gar nichts zu tun hat mit der Verfolgung des Gesellschaftszwecks oder der Beschaffung neuen Eigenkapitals. Dies lässt zwar immer noch erheblichen Spielraum offen und könnte auch künftig noch zu Abgrenzungsschwierigkeiten führen. Die Stossrichtung ist aber klar: So schreibt der Bundesrat, mit der neuen Regelung werde ausgeschlossen, dass Aktionäre, welche sich nicht an der Kapitalerhöhung beteiligen können, durch eine Kapitalerhöhung den Substanzwert¹⁰⁵ ihrer Aktien verwässert sähen.¹⁰⁶ Da der Bundesrat damit eine Kapitalverwässerung anspricht und eine solche nur resultiert, wenn der Ausgabebetrag unter dem inneren Wert liegt¹⁰⁷, kann somit der Zweck des neuen Abs. 4 nach der Meinung des Bundesrats nur sein, eine Ausgabe los-

⁹⁵ Ebenso auch schon der Vorschlag für Abs. 5 des geänderten Art. 652b im Entwurf 2007; vgl. hierzu die zum Entwurf 2007 verfasste Botschaft des Bundesrates, Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht und Rechnungslegungsrecht sowie Anpassungen im Recht der Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft, im GmbH-Recht, Genossenschafts-, Handelsregister- sowie Firmenrecht) vom 21. Dezember 2007, BBl 2007, 1589–1818; zit. «Botschaft 2007».

⁹⁶ GLANZMANN (FN 82), 668.

⁹⁷ BÖCKLI (FN 5), § 2 N 294b; ebenso GERICKE (FN 26), 229 und 232.

⁹⁸ Wiederum BÖCKLI (FN 5), § 1 N 309 und § 2 N 294b, ebenso GERICKE (FN 26), 232 und GLANZMANN (FN 82), 668.

⁹⁹ Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), BBl 2017 399 ff., 498 f.; zit. «Botschaft 2017»; S. 499.

¹⁰⁰ Entwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), BBl 2017 683 ff.; zit. «Entwurf 2016».

¹⁰¹ Botschaft 2017, 498.

¹⁰² Zu den Begriffen innerer Wert und wirklicher Wert sowie deren weitgehend kongruent verstandener Bedeutung vgl. nachfolgend V.1.

¹⁰³ HANS CASPER VON DER CRONE/LUCA ANGSTMANN, Kernfragen der Aktienrechtsrevision, SZW 2017, 5 f.

¹⁰⁴ BÖCKLI (FN 5), § 2 N 289 zum Ausschluss des Bezugsrechts.

¹⁰⁵ Was mit dem leicht verwirlichen Verweis auf den Begriff des Substanzwerts (statt auf den inneren Wert) genau gemeint ist wird unter V. näher betrachtet.

¹⁰⁶ Botschaft 2017, 498.

¹⁰⁷ Vgl. II.1 oben.

gelöst vom inneren Wert zu verbieten. Der neue Abs. 4 schreibt hierbei nicht vor, dass der Ausgabebetrag immer exakt dem inneren Wert entsprechen muss, sondern dem Verwaltungsrat soll im Gegenteil hinreichender Ermessensspielraum zur Ansetzung des Ausgabebetrags verbleiben, aus sachlichen Gründen auch unter dem inneren Wert. Nach BÖCKLI soll es aber künftig nicht mehr möglich sein, Aktionären, die mitzuziehen Mühe haben, durch einen «brutal tiefen Ausgabepreis» eine starke Verwässerung ihrer Beteiligung aufzuzwingen.¹⁰⁸

Schwieriger und *de lege ferenda* sowie schon heute *de lege lata* unklar bleibt die Frage, wie sich der innere Wert denn bemisst bzw. wie dieser zu bestimmen ist.

V. Was bedeutet «Ausgabe zum inneren Wert»?

1. Begriff des inneren Werts

Kommt man nach obigen Überlegungen zum Schluss, dass der innere Wert bei der Festsetzung des Ausgabebetrags zu beachten ist, stellt sich die Frage, wie denn dieser innere Wert überhaupt zu bestimmen sei. Der Begriff des inneren Werts¹⁰⁹ ist dogmatisch vom Substanz- und Ertragswert, dem wirklichen Wert, sowie vom Marktwert abzugrenzen.¹¹⁰

Wie gezeigt war noch im Entwurf 2007 sowie auch im Vorentwurf 2014 im Kontext der Festlegung des Ausgabebetrags der Begriff des wirklichen Wertes verwendet worden. Die h.L. und Rechtsprechung versteht den Begriff des wirklichen Werts v.a. im Kontext von Art. 685b Abs. 1 OR als Synonym zum inneren Wert¹¹¹ und auch die Kommentare zum Entwurf 2007 und zum Vorentwurf 2014 gingen davon aus, mit der Formulierung, der Ausgabebetrag dürfe nicht wesentlich unter dem wirklichen Wert der Aktien festgesetzt werden, sei gemeint, der Ausgabebetrag dürfe nicht wesentlich unter dem inneren Wert liegen.¹¹²

Im Entwurf 2016 wird nun keiner der genannten Begriffe mehr genannt, sondern lediglich festgehalten, bei

der Festsetzung des Ausgabepreises dürfe niemand in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt werden. Es ist aber klar, dass, um diese Frage zu beantworten, untersucht werden muss, ob der ökonomische Wert der Gesellschaft bei der Festsetzung des Ausgabebetrags angemessen berücksichtigt wurde. Ob hierbei vom inneren Wert oder vom wirklichen Wert gesprochen wird, ist eine terminologische Belanglosigkeit.

2. Bestimmung des inneren Werts

2.1 Zum Begriff

In der Botschaft zum Entwurf 2016 spricht der Bundesrat vom *Substanzwert* und meint, mit der neu vorgeschlagenen Regelung werde zum Schutz des Eigentums der Aktionäre ausgeschlossen, dass durch eine Kapitalerhöhung der Substanzwert ihrer Aktien verwässert werde, wenn sich die Aktionäre nicht an der Kapitalerhöhung beteiligen können oder wollen.¹¹³ Schon im erläuternden Bericht zum Entwurf 2014 hatte der Bundesrat ausgeführt, der im damaligen Vorschlag für die Gesetzesformulierung noch vorkommende Begriff des wirklichen Wertes müsse im Sinne des Substanzwertes verstanden werden.¹¹⁴ Es ist aber – im erläuternden Bericht zum Entwurf 2014 so wie auch in der Botschaft zum Entwurf 2016 – davon auszugehen, dass der Bundesrat den Begriff des Substanzwertes nicht im technischen Sinne als «net asset value» verstanden hat, sondern als inneren Wert.¹¹⁵

Dieser innere Wert der Aktien oder der «innere Aktienwert» wird je nach Situation und Auffassung nach verschiedenen Methoden bestimmt. Meist wird auf eine Verbindung zwischen *Ertragswert- und Substanzwert* abgestellt (die sog. «Praktikermethode») oder auch auf die *Discounted Cash Flow-Methode*.¹¹⁶ Auch nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts wird der innere Wert auf der Grundlage von Substanz- und Ertragswert bestimmt.¹¹⁷ Nach der wohl herrschenden¹¹⁸ Lehre und auch nach dem Bundesgericht handelt es sich hierbei beim inneren Wert um einen objektiven oder «objektivierte» Gesamtwert der Gesellschaft, d.h. es wird nur

¹⁰⁸ BÖCKLI PETER, Kritischer Blick auf die Botschaft und den Entwurf zur Aktienrechtsrevision 2016, GesKR 2017, S. 138.

¹⁰⁹ Von PETER BÖCKLI wird der innere Wert auch als «anteiliger Unternehmenswert» bezeichnet, vgl. BÖCKLI (FN 5), § 6 N 222, gemäss welchem die Terminologie in der Literatur nicht einheitlich ist (vgl. BÖCKLI (FN 5), § 6 N 222 FN 421).

¹¹⁰ ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER FORSTMOSER, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, Bern 2012, § 16 N 121 ff.

¹¹¹ So MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 110), § 16 N 123 oder für eine gute Übersicht zur bundesgerichtlichen Rechtsprechung ANNEGRET LAUTENBACH-KOCH/GIORGIO MEIER-MAZZUCATO, Rechtliche Aspekte bei der Unternehmensbewertung und Unternehmensbewertung im Güterrecht, TREX 2016, 348 in FN 19.

¹¹² Zum Vorentwurf 2014 siehe etwa GERICKE (FN 26) 229; im Ergebnis wohl auch GLANZMANN (FN 82), 668.

¹¹³ Botschaft 2017, 498.

¹¹⁴ Siehe den erläuternden Bericht des EJPD vom 28. November 2014 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), S. 81 abrufbar unter <https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14/vn-ber-d.pdf>, zuletzt abgerufen am 16. Juli 2017.

¹¹⁵ GERICKE (FN 26), 229.

¹¹⁶ GERICKE (FN 26), 229; für eine Übersicht über die verschiedenen Berechnungsmethoden und deren Anwendung vgl. MARCO GERRIG/PASCAL GANTENBEIN, Moderne Unternehmensbewertung, ST 2007, 602 ff. Für die Praktikermethode und die Discounted Cash Flow Methode, siehe BÖCKLI (FN 5), § 6 N 222 ff.

¹¹⁷ BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 685b N 12. m.H. auf BGE 120 II 252, 259 in welchem das Bundesgericht der h.L. folgte.

¹¹⁸ BÖCKLI (FN 5), § 6 N 224; gl.M. ANDREAS FLÜCKIGER, Richtlinien des Bundesgerichts für die Aktienbewertung – Was ist der «wirkliche» Aktienwert nach Art. 685b OR?, ST 2003, 266.

auf den Wert des Anteils der Gesellschaft abgestellt, alle anderen weiteren Umstände, welche den Verkehrswert beeinflussen, sind nicht zu berücksichtigen.¹¹⁹ Dem Aktionär soll es beispielsweise auf der einen Seite nicht zugutekommen, wenn er einen Drittinteressenten mit einem Angebot weit über dem inneren Wert gefunden hat, noch soll es dem Aktionär auf der anderen Seite schaden, dass ein Dritter eine Minderheitsbeteiligung nur mit einem entsprechenden Abzug kaufen würde.

2.2 Fragestellung

Ob wirklich von so einem objektivierten Massstab auszugehen ist, ist relevant für die Frage, ob bei der Bestimmung des inneren Werts ein Minderheitsabzug zu berücksichtigen ist. Gemäss einem Teil der Lehre sollte der Unternehmenswert nämlich nicht einfach proportional auf die betroffenen Aktien übertragen werden, sondern je nach Einflusschance sollte ein Paketzuschlag oder ein Minderheitsabzug in die Rechnung miteinbezogen werden, wobei die Grössenordnung der Differenzierung zwischen 10–30 % betragen soll.¹²⁰ Dies ist im vorliegenden Zusammenhang besonders relevant, da Situationen in denen die Festsetzung des Ausgabebetrags strittig ist, wohl häufig vorkommen, wenn gerade ein Mehrheitsaktionär besteht, der den inneren Wert für den Ausgabebetrag alleine und unter Berücksichtigung eines Minderheitsabzugs bestimmt und sich nicht um die Meinung des Minderheitsaktionärs kümmern muss. Es wird sich m.a.W. also oft die Frage stellen, ob der Mehrheitsaktionär bei der Festsetzung des Ausgabebetrags und der damit verbundenen Bestimmung des inneren Werts mit Recht behaupten darf, der innere Wert des Aktienpakets des Minderheitsaktionärs sei um einen Minderheitsabzug zu verringern.

2.3 Stellungnahme

Die bundesgerichtliche Rechtsprechung und Lehre, welche sich für eine strikt objektivierte Bestimmung des inneren Werts (bzw. für ein Abstellen auf den «wirkli-

chen Wert» wie er im Zusammenhang mit Art. 685b OR verstanden wird) ausspricht, wurde im Zusammenhang mit diesem Art. 685b OR entwickelt. Konkret also für die Situation, in welcher der Verwaltungsrat einem potentiellen Übernehmer vinkulierter Aktien anbietet, seine Aktien zum wirklichen Wert zu übernehmen. So meint ANDREAS FLÜCKIGER, gerade die Spezialsituation, in welchem dem Aktionär die freie Verfügung über seine Aktien verweigert werde, spreche dafür, dass der Aktionär eine volle Abgeltung seines Anteils am objektiven Wert der Gesellschaft erhalte.¹²¹

Diese für die Spezialsituation der Vinkulierung entwickelte Lehre des objektivierten Unternehmenswerts kann für eine Kapitalerhöhung und die Festsetzung des Ausgabepreises nicht *tel quel* übernommen werden. Bei der Ausgabe neuer Aktien wird deren Preis ebenfalls – wie generell bei der Unternehmensbewertung – von Marktfaktoren bestimmt, wobei der Wert der Gesellschaft eine Rolle spielt, aber keineswegs die einzige. Für den Ausgabebetrag zu berücksichtigen sind vielmehr vielerlei andere Faktoren wie die Grösse der Beteiligung des verzichtenden bzw. Minderheitsaktionärs, dessen Verhandlungsposition, das Risiko der Investition und die Risikobereitschaft der Investoren, die generelle Marktlage und die Nachfrage anderer Interessenten, die Liquidität des Marktes etc.¹²² U.E. ist deshalb die Berücksichtigung eines Minderheitsabzugs klar in die Berechnung des inneren Wertes und die davon abhängende Bestimmung des Ausgabepreises miteinzubeziehen. Konkret stellt sich hierbei das Problem, dass bei der Bestimmung des Ausgabebetrags unter Berücksichtigung des inneren Werts ja vom Wert der ganzen Gesellschaft ausgegangen wird und nicht nur vom inneren Wert der Aktien, welche ein Minderheitsaktionär hält. Konkret wird dies so gelöst, dass zunächst der Wert des Minderheitspakets unter Berücksichtigung des Minderheitsabzugs bestimmt und dann über den Dreisatz der Wert von 100 % des Unternehmens errechnet wird. Der resultierende Gesamtunternehmenswert wird dann durch die Anzahl der neu auszugebenden Aktien geteilt, woraus der Ausgabebetrag pro neue Aktie resultiert.

In der Praxis ist, selbst wenn sich die Parteien einig sind, es sei vom inneren Wert auszugehen, der Bestimmung des inneren Werts grosses Streitpotential immanent. Die Gesellschaft oder ein Mehrheitsaktionär wird sich in der Regel damit behelfen, den inneren Wert von einem Gutachter bestimmen zu lassen, welcher die für die fragliche Gesellschaft angemessene Methode auswählt.

¹¹⁹ BGE 120 II 259; BGer 4C.363/2000, E. 2c.; Der Bundesrat hatte demgegenüber in seiner Botschaft zum neuen OR den Begriff des objektiven oder objektivierten inneren Werts noch so verstanden, dass «neben dem Wert des Anteils an der Gesellschaft alle weiteren Umstände zu berücksichtigen sind, die den Verkehrswert beeinflussen: so der Preis der Kaufofferte, der Umfang des Minderheitspakets (beispielsweise ob mit oder ohne Sperrminorität), die Zukunftsaussichten der Bewertung usw.» (vgl. Botschaft, 157; hierzu auch FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 27), § 44 N 164.

¹²⁰ BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 685b N 12; für einen solchen Minderheitsabzug sind FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 27), § 44 N 164, ebenso DRUEY/DRUEY JUST/GLANZMANN (FN 7) § 10 N 80; einen Minderheitsabzug ablehnend BÖCKLI (FN 5), § 6 N 234c, weniger dezidiert FLÜCKIGER (FN 118), 265 f., welcher die Pros und Contras für einen Minderheitsabzug abwägt und eingesteht, nach den allgemeinen Regeln der Unternehmensbewertung seien Minderheitsabzüge bzw. Paketzuschläge grundsätzlich anerkannt.

¹²¹ FLÜCKIGER (FN 118), 266.

¹²² GERICKE (FN 26), 229.

VI. Fazit

Ob bei einer Kapitalerhöhung neue Aktien zum inneren Wert ausgegeben werden müssen oder nicht, hängt davon ab, ob die neuen Aktien allen Aktionären zur Zeichnung angeboten werden. Während beim Bezugsrechtsausschluss die Antwort klar Ja lautet, ist die Frage bei Gewährung des Bezugsrechts weiterhin offen. Die Schweizer Lehre ist sich uneins, wie mit der im Grunde klaren und stetigen bundesgerichtlichen Rechtsprechung umzugehen ist. Sicher ist einzig, dass ein offenkundig rechtsmissbräuchlich angesetzter Ausgabebetrag unzulässig ist. Um zu ermitteln, ob ein Rechtsmissbrauch vorliegt, kann unter Berücksichtigung des Einzelfalls auf das vorliegend unter III.2.5 näher beschriebene Prüfschema abgestellt werden. U.E. bleibt es vorläufig bei der Festsetzung des Ausgabebetrages bei Gewährung des Bezugsrechts bei einer reinen Missbrauchskontrolle, jedenfalls bis die höchstrichterliche Rechtsprechung revidiert wird oder das vorgesehene neue Recht in Kraft tritt.

Nach der Revision des Aktienrechts dürfte sodann klar sein, dass eine Ausgabe unter dem inneren Wert nur unter ganz speziellen Umständen und damit sehr selten gerechtfertigt sein wird – egal ob das Bezugsrecht gewährt wird oder nicht. Wenngleich die Aktienrechtsrevision in diesem Punkt voraussichtlich Klarheit schaffen wird, so wird allerdings auch künftig strittig sein, wie denn der dem inneren Wert entsprechende Ausgabebetrag zu bestimmen ist. U.E. ist hierbei klar, dass der in den besprochenen Konstellationen wohl häufig anzutreffende Minderheitsaktionär bei der Berechnung des inneren Werts einen Minderheits-Abschlag akzeptieren muss.
