



Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich  
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

Herausgeber:  
Hans-Jakob Diem

## Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis

23. Konferenz zu Mergers & Acquisition  
Tagungsband 2020





Assoziiertes Institut der Universität Zürich & Kooperationspartner der ETH Zürich  
RECHT BERATUNG WEITERBILDUNG

---

Herausgeber:  
Hans-Jakob Diem

# Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis

23. Konferenz zu Mergers & Acquisitions  
Tagungsband 2020

EIZ  Publishing

---



Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis von Hans-Jakob Diem wird unter [Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International](#) lizenziert, sofern nichts anderes angegeben ist.

© 2022 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

**Herausgeber:** Hans-Jakob Diem

**Verlag:** EIZ Publishing ([eizpublishing.ch](http://eizpublishing.ch))

**Produktion, Satz & Vertrieb:** buch & netz, [buchundnetz.com](http://buchundnetz.com)

**ISBN:**

978-3-03805-538-9 (Print – Softcover)

978-3-03805-539-6 (PDF)

978-3-03805-540-2 (ePub)

**DOI:** <https://doi.org/10.36862/eiz-538>

**Version:** 1.00 – 20221101

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar:

<https://eizpublishing.ch/publikationen/mergers-acquisitions-in-recht-und-praxis/>.

# Vorwort

Am 2. September 2020 führte das Europa Institut an der Universität Zürich (EIZ) unter meiner Leitung das dreiundzwanzigste Seminar zum Thema Mergers & Acquisitions durch. Die Darstellungen befassten sich mit einer breiten Palette von Themen vor allem mit Bezug auf privat gehaltene Gesellschaften, aber auch auf öffentliche Transaktionen. So stellt Dieter Gericke die Auswirkungen des neuen Aktienrechts auf M&A und Aktivismus dar, während Philippe A. Weber und Nicolas Birkhäuser die häufig vorkommenden Non-Compete, Non-Solicitation und Retention Agreements beleuchten, die zahlreiche Rechtsfragen aufwerfen. Der Beitrag von Franziska Stadtherr-Glättli widmet sich den in der Praxis hochrelevanten Aspekten der beruflichen Vorsorge in M&A-Transaktionen. Sodann geben Frank Röhlin und Marcel Meinhardt einen Überblick über die weltweite Verbreitung und den Stand der Direktinvestitionskontrolle, und Marco Superina, Brice Bolinger und Thomas Karg stellen die M&A-Entwicklung im Spannungsfeld von COVID-19 dar. Schliesslich beleuchtet Hans-Jakob Diem unter dem Schlagwort „M&A in Uncertain Times“ die Ausstiegsmöglichkeiten aus bereits vereinbarten M&A-Transaktionen.

Für das gute Gelingen der Tagung und der Veröffentlichung des vorliegenden Bandes geht mein herzlicher Dank zunächst an die Referenten und Verfasser der Beiträge. Sodann möchte ich mich namentlich bei den Mitarbeitern des Europa Instituts und dort im Speziellen bei Frau Sue Osterwalder bedanken, ohne deren tatkräftige Unterstützung weder Tagung noch der vorliegende Band zustande gekommen wären.

Zürich, im September 2022

Hans-Jakob Diem



# Inhaltsübersicht

## M&A in Uncertain Times: No MAC und andere Exit-Möglichkeiten aus M&A-Transaktionen 9

HANS-JAKOB DIEM, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei  
Lenz & Staehelin, Zürich

## M&A und Aktivismus unter dem neuen Aktienrecht 57

Dr. DIETER GERICKE, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei  
Homburger AG, Zürich

## Non-Compete, Non-Solicitation und Retention-Agreements in M&A-Transaktionen 81

NICOLAS BIRKHÄUSER, Rechtsanwalt, Partner bei Niederer Kraft Frey AG, Zürich  
Dr. PHILIPPE A. WEBER, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Niederer Kraft  
Frey AG, Zürich

## Aspekte der beruflichen Vorsorge in M&A-Transaktionen 139

FRANZISKA STADTHERR-GLÄTTLI, Eidg. dipl. Steuerexpertin, LL.M., Counsel  
bei Lenz & Staehelin, Zürich

## Foreign Direct Investment Control – von CFIUS in die Welt 165

Dr. FRANK RÖHLING, Rechtsanwalt, Partner bei Freshfields Bruckhaus  
Deringer LLP, Berlin  
Dr. MARCEL MEINHARDT, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei  
Lenz & Staehelin, Zürich

## M&A im Spannungsfeld von COVID-19 193

Dr. MARCO SUPERINA, Managing Director, Credit Suisse (Schweiz) AG, Zürich  
BRICE BOLINGER, CFA, Managing Director, Credit Suisse (Schweiz) AG, Zürich  
THOMAS KARG, Analyst, Credit Suisse (Schweiz) AG, Zürich





# M&A in Uncertain Times: No MAC und andere Exit-Möglichkeiten aus M&A-Transaktionen

Hans-Jakob Diem

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	10
II.	<a href="#">No Material Adverse Change (No MAC-Bedingung)</a>	11
1.	<a href="#">Hauptmerkmale und Verbreitung</a>	11
2.	<a href="#">Arten und Ausgestaltung von No MAC-Bedingungen</a>	12
a)	<a href="#">Allgemeine vs. spezifische MACs</a>	12
b)	<a href="#">Quantifizierte vs. nicht quantifizierte MAC-Klauseln</a>	14
c)	<a href="#">Company MACs vs. Market MACs</a>	14
d)	<a href="#">„Two Prong“ MACs</a>	15
e)	<a href="#">Carve-outs und Gegen Ausnahme</a>	16
3.	<a href="#">Beurteilung eines behaupteten Material Adverse Change</a>	17
a)	<a href="#">Prüfprogramm und Nachweis</a>	17
b)	<a href="#">Wesentlichkeit in quantitativer und zeitlicher Hinsicht</a>	18
c)	<a href="#">Carve-out und disproportionaler Effekt</a>	21
d)	<a href="#">Vorhersehbarkeit als Ausschlussgrund?</a>	22
4.	<a href="#">In öffentlichen Kaufangeboten (quantifizierte No MAC-Klausel)</a>	23
5.	<a href="#">Lehren für die Vertragsredaktion</a>	25
III.	<a href="#">No Breach of Interim Covenants (Covenant Compliance Condition)</a>	27
1.	<a href="#">Hauptmerkmale und Verbreitung</a>	27
2.	<a href="#">Kasuistik</a>	29
3.	<a href="#">Beurteilung eines behaupteten Ausfalls der Covenant Compliance Condition</a>	31
a)	<a href="#">Was bedeutet „Ordinary Course“ in einer Krisensituation?</a>	31
b)	<a href="#">Beurteilung unter Schweizer Recht</a>	33
4.	<a href="#">Lehren für die Vertragsredaktion</a>	36
IV.	<a href="#">No Breach of Representations and Warranties (Bring-Down Condition)</a>	38
V.	<a href="#">Gesetzliche Anpassungs- bzw. Beendigungsrechte</a>	40
1.	<a href="#">Clausula rebus sic stantibus</a>	40
2.	<a href="#">Nachträgliche Unmöglichkeit</a>	42
3.	<a href="#">Willensmangel</a>	43
VI.	<a href="#">Rechtsbehelfe und Durchsetzung</a>	44
1.	<a href="#">Die Rechtsbehelfe und das Dilemma des Verkäufers</a>	44
2.	<a href="#">Lösungsansatz Delaware: Expedited Proceedings</a>	45

3.	<a href="#">Lösungsansätze unter Schweizer Recht</a>	46
a)	<a href="#">Rechtsschutz in klaren Fällen (Art. 257 ZPO)</a>	46
b)	<a href="#">Vorsorglicher Rechtsschutz (Art. 261 ZPO)</a>	47
c)	<a href="#">Fast Track Arbitration</a>	48
d)	<a href="#">MAE Reverse Termination Fee</a>	50
VII.	<a href="#">Schlussfolgerungen</a>	50
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	53

## I. Einleitung

Unternehmenskäufe und Zusammenschlüsse werden in der Mehrzahl der Fälle nicht am gleichen Tag unterzeichnet und vollzogen. Vielmehr findet der Vollzug regelmässig einige Tage bis Wochen, bei grossen und internationalen Transaktionen auch mehrere Monate oder Quartale nach dem Signing statt, weil vorgängig noch gewisse notwendige Bedingungen erfüllt sein müssen, namentlich regulatorische Bewilligungen einzuholen sind<sup>1</sup>. Während dieser Zeitspanne ist die Transaktion in der Schwebe. Das allgemeine Marktumfeld, die Kapital- und Finanzmärkte, die rechtlichen, steuerlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen und natürlich das Zielunternehmen selbst verändern sich. Meistens sind die Entwicklungen überschaubar und liegen im Bereich dessen, was nach allgemeiner Lebenserfahrung im Zeitpunkt der Unterzeichnung zu erwarten war und damit eingepreist wurde.

Manchmal verändern sich die allgemeinen Umstände oder das Zielunternehmen zwischen Unterzeichnung und Vollzug einer M&A-Transaktion aber tiefgreifend, sodass bei der einen oder anderen Partei – beim Unternehmenskauf bzw. einer Übernahme i.d.R. beim Erwerber – der Wunsch aufkommt, aus der Transaktion auszusteigen. Jüngst hat der Ausbruch der COVID 19-Pandemie im ersten Quartal 2020 dies eindrücklich vor Augen geführt. Aufgrund der Pandemie und der damit verbundenen wirtschaftlichen Auswirkungen wurden allein in den USA in der ersten Hälfte des Jahres 2020 Transaktionen im Wert von mehr als einhundert Milliarden Dollar einseitig beendet<sup>2</sup>, und in ähnlichem

---

<sup>1</sup> Siehe z.B. Tschäni/Diem, Vollzug, 92 ff.; Schenker, Veränderungen, 280 f.

<sup>2</sup> Siehe dazu Dholakia/White.

Umfang dürften Deals nachverhandelt und angepasst worden sein<sup>3</sup>. Auch in der Schweiz wurden Transaktionen, die noch vor dem Ausbruch der Pandemie vereinbart worden waren, in Frage gestellt, auch wenn spektakuläre Exits ausgeblieben sind<sup>4</sup>. Der vorliegende Beitrag befasst sich mit der Frage, ob und unter welchen Umständen ein Ausstieg aus einer einmal vereinbarten Transaktion oder eine einseitige Anpassung nach der Vertragsunterzeichnung möglich ist.

## II. No Material Adverse Change (No MAC-Bedingung)

Eine naheliegende Variante, um den Ausstieg aus einer vereinbarten, aber noch nicht vollzogenen M&A-Transaktion zu suchen, besteht darin, einen Material Adverse Change anzurufen.

### 1. Hauptmerkmale und Verbreitung

Eine „No Material Adverse Change“- oder „No MAC“-Bedingung<sup>5</sup> stellt die aufschiebende Bedingung dar, welche der begünstigten Partei das Recht gibt, die Transaktion nicht zu vollziehen und den Vertrag am sog. Long Stop Date bzw. Outside Date zu beenden<sup>6</sup>, falls zwischen Vertragsabschluss und Vollzug wesentliche nachteilige Veränderungen am Zielunternehmen eintreten oder bekannt werden<sup>7</sup>. Beim Unternehmenskauf und bei Übernahmen wird die Voll-

---

<sup>3</sup> So z.B. die am 25. November 2019 angekündigte Übernahme von *Tiffany & Co.* durch LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE, in der sich die Parteien nach Einleitung verschiedener Gerichtsverfahren Ende Oktober 2020 schliesslich darauf einigten, den ursprünglich vereinbarten Preis von USD 16.2 Mrd. auf rund USD 15.8 Mrd. zu reduzieren; siehe dazu Schenker/Chernaya, 528 ff. Für einen Überblick über die Transaktionen, die infolge der Pandemie beendet oder angepasst wurden, siehe auch die tabellarischen Übersichten bei Subramanian/Petrucci, 1438 ff.

<sup>4</sup> Zu erwähnen ist namentlich der Ende Februar 2020 annoncierte Verkauf der *Magazine zum Globus AG* durch den Migros-Genossenschafts-Bund, dessen Vollzug sich dem Vernehmen nach verzögerte, weil die Käuferin ein Entgegenkommen von der Verkäuferin forderte; siehe Martel/Gratwohl.

<sup>5</sup> Anstelle von „Material Adverse Change“ („MAC“) wird überwiegend „Material Adverse Effect“ („MAE“) verwendet. Die Begriffe sind synonym zu verstehen.

<sup>6</sup> Manchmal sieht der Vertrag für den Fall, dass die Bedingung am Long Stop Date noch ausstehend ist, auch die automatische Beendigung vor, was für die begünstigte Partei nachteilig sein kann; siehe Diem, 18.

<sup>7</sup> Siehe statt vieler Schleiffer, 54 ff.; allgemein zu Vollzugsbedingungen und deren Charakterisierung als aufschiebende Bedingungen Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 381, sowie Schenker, Unternehmenskauf, 259.

zugsbedingung i.d.R. nur einseitig zugunsten des Erwerbers vereinbart, bei Zusammenschlüssen regelmässig reziprok zugunsten beider Zusammenschlussparteien. Eine mögliche Formulierung lautet z.B. wie folgt<sup>8</sup>:

*„From the date of this Agreement, no Material Adverse Change shall have occurred or become known which is subsisting on the Closing Date.“*

Der Zweck von No MAC-Klauseln liegt darin, das wirtschaftliche Risiko von wesentlichen nachteiligen Ereignissen oder Veränderungen des Zielunternehmens während des Zeitraums zwischen Unterzeichnung und Vollzug einer Transaktion auf den Verkäufer bzw. die von der Veränderung betroffene Zusammenschlusspartei zu allozieren. Je länger dieser Zeitraum ist, desto grösser sind auf Seiten des Käufers das Bedürfnis für eine No MAC-Bedingung und umgekehrt, auf Seiten des Verkäufers, das damit verbundene Risiko.

Im US-amerikanischen Rechtsraum werden No MAC-Klauseln standardmässig vereinbart<sup>9</sup>. In Europa und auch der Schweiz hingegen ist die Bedingung in dem seit einigen Jahren vorherrschenden Verkäufermarkt bei privaten Unternehmenskäufen selten geworden<sup>10</sup> und namentlich in kompetitiven Auktionssituationen kaum je darstellbar. Bei öffentlichen Kaufangeboten, Zusammenschlüssen oder internationalen Grosstransaktionen sind No MAC-Bedingungen aber auch in der Schweiz oft anzutreffen.

## 2. Arten und Ausgestaltung von No MAC-Bedingungen

### a) Allgemeine vs. spezifische MACs

MAC-Klauseln kommen in der Praxis in vielen Ausgestaltungen vor<sup>11</sup>. Im Wesentlichen haben sich jedoch allgemeine No MAC-Bedingungen durchgesetzt. Sie umschreiben die ursächlichen Ereignisse, die der negativen Auswirkung zugrunde liegen müssen, damit ein Material Adverse Change angerufen werden kann, im Sinne einer Generalklausel offen und unbestimmt, z.B. wie folgt:

---

<sup>8</sup> Bei den in diesem Beitrag verwendeten Vertragsklauseln handelt es sich um Beispielklauseln. Sie stellen weder einen Marktstandard dar, noch sind sie für spezifische Vertragsverhandlungen repräsentativ.

<sup>9</sup> Gemäss einschlägigen Studien findet sich in über 90% aller US-Transaktionen (technisch meistens als Mergers strukturiert) eine No MAC-Bedingung.

<sup>10</sup> Gemäss einer einschlägigen Untersuchung enthielten im Jahr 2013 lediglich 17% aller Unternehmenskaufverträge im deutschsprachigen Raum eine No MAC-Bedingung; siehe Blum, 252 f. Diese Grössenordnung wird durch andere einschlägige Studien bestätigt.

<sup>11</sup> Schenker, Unternehmenskauf, 266.

*„Material Adverse Effect shall mean any event, change, condition or occurrence that, individually or in the aggregate, has or is reasonably likely to have a material adverse effect on the business, results of operations or financial condition of the Company and its Subsidiaries, taken as a whole.“<sup>12</sup>*

Bei dieser gängigen Formulierung beurteilt sich die Frage, ob ein MAC vorliegt, in erster Linie nach den Auswirkungen, grundsätzlich unabhängig vom ursächlichen Ereignis. Im Unterschied dazu können bei den seltener anzutreffenden spezifischen No MAC-Bedingungen nur die vertraglich definierten, bestimmten Ereignisse, wie etwa terroristische Anschläge, zu einem Bedingungsausfall führen, z.B.:

*„... shall mean any terrorist attack, act of war, social unrest, natural disaster, nuclear incident or fire that prevents the Company for a material period of time from conducting its business as presently conducted.“*

Im Vergleich zu der allgemeinen Bedingung begrenzen spezifische MAC-Klauseln das Risiko der belasteten Partei, indem die begünstigte Partei einen Material Adverse Change nur geltend machen kann, wenn eines der vertraglich definierten Ereignisse eintritt<sup>13</sup>. So hätte gestützt auf den Wortlaut der vorstehenden spezifischen Klausel z.B. der Ausbruch der COVID-19-Pandemie im März 2020 oder der globalen Finanzkrise im August 2007 auf den ersten Blick nicht für einen MAC qualifiziert, während die allgemein formulierte Bedingung zunächst ungeachtet der ursächlichen Ereignisse angerufen werden kann. Allerdings wird auch bei allgemeinen MAC-Klauseln die Generalklausel regelmässig durch spezifische Negativausnahmen, sog. Carve-outs, wieder eingeschränkt<sup>14</sup>, was die beiden MAC-Arten in der Substanz einander angleicht.

---

<sup>12</sup> Nicht selten verlangen Käufer, dass neben den Auswirkungen auf das Geschäft, die Vermögens-, Ertrags- oder Finanzlage des Zielunternehmens bereits auch eine Beeinträchtigung dessen Zukunftsaussichten („prospects“) für einen MAC genügen soll; siehe dazu die Diskussion im Entscheid des Delaware Court of Chancery i.S. *AB Stable VIII LLC v. Maps Hotels & Resorts One LLC*, C.A. 2020-0310-JTL (Del. Ch. Nov. 30, 2020), 141 (abrufbar unter <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=313600>). Manchmal wird – ebenfalls käuferseitig – versucht, mit Bezug auf die Eintretenswahrscheinlichkeit („or is reasonably likely to have“) eine niedrigere Hürde („is reasonably capable of having“) festzusetzen. Solche und ähnliche Vorschläge stossen bei Verkäufern naturgemäss auf Widerstand.

<sup>13</sup> In der Beispielklausel sind neben den Ursachen auch die erforderlichen Auswirkungen spezifiziert (Verhinderung der Geschäftstätigkeit des Zielunternehmens während eines erheblichen Zeitraums). Dies schränkt den Anwendungsbereich der Bedingung natürlich noch weiter ein.

<sup>14</sup> Zu den Carve-outs und der Gegenausnahme siehe [II.2.e](#)) unten.

b) *Quantifizierte vs. nicht quantifizierte MAC-Klauseln*

Mit Bezug auf die Umschreibung der erforderlichen negativen Auswirkung lassen sich quantifizierte und nicht quantifizierte No MAC-Bedingungen unterscheiden. Letztere begnügen sich damit, in unbestimmter Weise eine „wesentliche negative Auswirkung“ („material adverse effect“) auf das Geschäft, die Vermögens-, Ertrags- oder Finanzlage des Zielunternehmens für einen MAC zu verlangen<sup>15</sup>, während quantifizierte Klauseln eine ziffernmässig bestimmte Reduktion messbarer Unternehmenskennzahlen (namentlich Umsatz, Ertrag bzw. EBITDA<sup>16</sup> oder Eigenkapital) voraussetzen, damit die Bedingung ausfällt. Da quantifizierte No MAC-Bedingungen die Voraussehbarkeit und Rechtssicherheit erhöhen, sind sie gemäss der Praxis der Übernahmekommission in öffentlichen Kaufangeboten die einzige zulässige Art solcher Bedingungen und werden dort auch regelmässig vorgesehen<sup>17</sup>. Im Übrigen sind – jedenfalls in der US-amerikanischen Vertragspraxis – die unbestimmten, nicht-quantifizierten Klauseln vorherrschend<sup>18</sup>.

c) *Company MACs vs. Market MACs*

Bei rein marktbezogenen No MAC-Bedingungen oder kurz „Market MACs“ genügt eine wesentliche nachteilige Veränderung der Marktverhältnisse für einen Material Adverse Change, ohne dass eine Auswirkung auf das Zielunternehmen vorausgesetzt wäre. Als betroffene Märkte kommen insb. die Finanz- und Kapitalmärkte oder die einschlägigen Absatzmärkte in Betracht. Kapitalmarktbezogene Market MACs sind bei Kapitalmarkttransaktionen, namentlich in Underwriting Agreements zwischen Emittenten und übernehmenden Banken, nicht unüblich. In M&A-Transaktionen sind sie hingegen, abgesehen von vereinzelt Ausnahmen, nicht anzutreffen<sup>19</sup>. Zwar kommen auch bei allgemeinen No MAC-Bedingungen<sup>20</sup> nachteilige Marktveränderungen als Ursache für einen MAC zunächst in Frage, verlangt wird aber jedenfalls eine wesentli-

---

<sup>15</sup> Siehe die erste Beispielklausel in [II.2.a](#)) oben.

<sup>16</sup> Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation (Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen auf Sachanlagen sowie immateriellen Vermögensgegenständen).

<sup>17</sup> Für eine typische Formulierung und zur Praxis der Übernahmekommission (UEK) siehe Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 531 ff.

<sup>18</sup> Zu den Gründen siehe Wolf, 128.

<sup>19</sup> In öffentlichen Kaufangeboten sind reine Market MACs nach der Praxis der UEK auch nicht statthaft; siehe Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 535; vgl. ferner Gericke/Wiedmer, Art. 13, N 65, die sich mit überzeugender Begründung für die Zulässigkeit spezifischer Market MACs in öffentlichen Kaufangeboten aussprechen.

<sup>20</sup> Siehe die erste Beispielklausel in [II.2.a](#)) oben.

che Auswirkung auf das Zielunternehmen selbst. Darüber hinaus werden allgemeine Markt- oder Industrierisiken in M&A-Transaktionen mittels Carve-outs in der Regel von der MAC-Definition ausgenommen, es sei denn, das Zielunternehmen sei im Vergleich zu seinen Peers überproportional beeinträchtigt worden<sup>21</sup>.

d) „Two Prong“ MACs

Namentlich in der US-amerikanischen Transaktionspraxis werden oft sog. „Two Prong“ MACs vereinbart<sup>22</sup>. Sie sehen im Wesentlichen zwei Kategorien von Material Adverse Changes vor. Im ersten Prong wird die wesentliche nachteilige Veränderung des Zielunternehmens, wie vorstehend beschrieben, adressiert. Zusätzlich werden im zweiten Prong Ereignisse erfasst, welche die Vertragserfüllung, namentlich die Erbringung der vertragstypischen Leistung durch die belastete Partei (beim Unternehmenskauf den Verkäufer) verunmöglichen, erheblich behindern oder verzögern:

*„... shall mean any event, change, condition or occurrence that:*

*(i) has or is reasonably likely to have a material adverse effect on the Company ...; or*

*(ii) would prevent, materially delay or materially impede the performance by the Seller of its obligations under this Agreement or the consummation by the Seller of the transactions contemplated by this Agreement.“*

In ihrem zweiten „Prong“ geht die Beispielklausel sehr weit. Sie erfasst nicht nur diejenigen Fälle, in welchen der Verkäufer seiner Hauptpflicht, die verkauften Aktien bzw. das verkaufte Unternehmen am Vollzugstag auf den Käufer zu übertragen, im Sinne einer Unmöglichkeit bzw. „Force Majeure“ nicht mehr nachkommen kann<sup>23</sup>. Potenziell betroffen sind vielmehr alle vertraglichen Pflichten und damit auch Nebenpflichten. So können nach der Beispielklausel auch Umstände zu einem MAC führen, welche die Erfüllung von Interim Covenants verunmöglichen, erheblich behindern oder verzögern. Hinzu kommt, dass die Carve-outs, welche den Material Adverse Change einschränken<sup>24</sup>, zuweilen nur für den ersten, nicht aber den zweiten „Prong“ gelten.

---

<sup>21</sup> Zu Carve-outs und der Gegen Ausnahme siehe [II.2.e](#)) unten.

<sup>22</sup> Gemäss einschlägigen Studien enthalten durchschnittlich rund 60% der US Merger Agreements betreffend die Übernahme von Publikumsgesellschaften Two Prong-MACs.

<sup>23</sup> Zu „Force Majeure“ und der Abgrenzung zum Material Adverse Change siehe Schleiffer, 60 f.; Schenker, Veränderungen, 305 f. m.w.H.

<sup>24</sup> Zu Carve-outs und der Gegen Ausnahme siehe [II.2.e](#)) unten.

Dementsprechend haben sich während der COVID-19-Pandemie denn auch einige Käufer in US-amerikanischen Transaktionen auf den zweiten „Prong“ der MAC-Klausel berufen<sup>25</sup>.

e) *Carve-outs und Gegen Ausnahme*

No MAC-Klauseln, insbesondere die heute gängigen, generalklauselartig formulierten MAC-Bedingungen, sehen regelmässig einen Katalog von spezifischen Negativausnahmen, sog. Carve-outs, vor. Darin werden die ursächlichen Ereignisse aufgezählt, die nach der Parteimeinung grundsätzlich keinen Material Adverse Change darstellen sollen. Zusammenfassend handelt es sich um allgemeine Markt- und Industrierisiken, die grundsätzlich beim Verkäufer verbleiben sollen, wie z.B. allgemeine wirtschaftliche oder rechtliche Entwicklungen, Naturkatastrophen, kriegerische Auseinandersetzungen oder Entwicklungen an den Kapital- oder Finanzmärkten:

„..., provided that any of the following changes, events, occurrences, circumstances or effects shall not be taken into account in determining whether a Material Adverse Effect has occurred: (i) general economic, legal, tax, political or regulatory conditions that, in each case, generally affect any of the geographic regions or industries in which the Company conducts its business; (ii) any change in the financial, banking, credit, currency or capital markets in general (whether in any country or in any international market), including changes in interest rates, commodity prices or raw material prices; (iii) conditions generally affecting any industry in which the Company operates; (iv) acts of God, pandemics, natural disasters, national or international political or social conditions, including the engagement in hostilities by any country in which the Company is located or operates, whether commenced before or after the date of this Agreement; (v) ...;“

Die derart in den Carve-outs definierten Ursachen schliessen einen MAC aus, auch wenn sie zu einer wesentlichen nachteiligen Veränderung des Zielunternehmens führen<sup>26</sup>. Hierzu wird jedoch in den meisten Fällen wiederum eine Gegen Ausnahme statuiert, wonach ein Material Adverse Change trotzdem vorliegen soll, wenn das Zielunternehmen bzw. dessen Geschäft im Vergleich zu Peers überproportional beeinträchtigt wurde:

---

<sup>25</sup> So berief sich z.B. LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton SE u.a. auf den zweiten Prong, als sie erklärte, die Übernahme von Tiffany & Co. nicht zu vollziehen; siehe zu diesem Fall die Besprechung von Schenker/Chernaya, 528 ff.

<sup>26</sup> Siehe dazu [II.3.c](#)) unten.



„..., provided further, that any of the exclusions specified in (i) to (v) above shall not apply to the extent the Company or its Business is disproportionately adversely affected by any change, event, occurrence, circumstance or effect specified therein relative to other similarly situated participants in industries in which the Company or the Business operates.“

Weil die eigentliche No MAC-Bedingung in der heutigen Vertragspraxis mehrheitlich unbestimmt und offen formuliert wird, sind die dazu vorgesehenen spezifischen Ausnahmen für die Vertragsauslegung offensichtlich von erheblicher Bedeutung, wenn es um die Frage geht, ob ein Material Adverse Change eingetreten ist. Dementsprechend sind die Carve-outs nicht selten Gegenstand lebhafter Verhandlungen.

### 3. Beurteilung eines behaupteten Material Adverse Change

#### a) Prüfprogramm und Nachweis

Behauptet ein Käufer bzw. eine Zusammenschlusspartei einen Material Adverse Change gestützt auf die heute typische, allgemeine und nicht quantifizierte No MAC-Klausel mit Carve-outs und Gegenausnahme, so sind drei Fragen zu beurteilen<sup>27</sup>. Erstens, ob ein wesentlicher nachteiliger Effekt im Sinne der Klausel vorliegt (Wesentlichkeit); zweitens, ob eine Ausnahme einschlägig ist (Carve-out); und drittens, ob die Gegenausnahme greift. Die Beweislast für den ersten Punkt liegt bei der begünstigten Partei, beim Unternehmenskauf also beim Käufer<sup>28</sup>. Behauptet die belastete Partei, beim Unternehmenskauf also der Verkäufer, dass eine Ausnahme (Carve-out) greift, so obliegt ihr der diesbezügliche Nachweis, während gegebenenfalls der Käufer wiederum

---

<sup>27</sup> So auch das vom Delaware Court of Chancery angewandte Prüfschema; siehe *Snow Phipps Group, LLC, and Decopac Holdings Inc. v. KCake Acquisition, Inc.*, C.A. No. 2020-0282-KSJ (Del. Ch. April 30, 2021), 65 ff. (abrufbar unter <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=319750>); siehe zum Fall *Snow Phipps* auch die Entscheibesprechung von Gerhard, 408 ff.; ferner *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, C.A. No. 2018-0300-JTL (Del. Ch. Oct. 1, 2018), 48 f., (abrufbar unter <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=279250>), bestätigt durch das Delaware Supreme Court in *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, No. 535, 2018 (Del. Dec. 7, 2018) (abrufbar unter <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=282110>).

<sup>28</sup> Art. 8 des Schweizerischen Zivilgesetzbuch vom 10. Dezember 1907 (ZGB, SR 210).

nachweisen müsste, dass das Zielunternehmen im Sinne der Gegenausnahme disproportional beeinträchtigt wurde<sup>29</sup>.

b) *Wesentlichkeit in quantitativer und zeitlicher Hinsicht*

Die heute gängige Definition des Material Adverse Change ist in ihrem Kern offen und unbestimmt<sup>30</sup>. Einschlägige Entscheide von Schweizer Gerichten oder Schiedsgerichten zu der Frage, wann eine nachteilige Veränderung derart wesentlich ist, dass sie dem Erwerber gestattet, einen MAC zu „ziehen“, sind nicht bekannt. Eine gewisse Orientierungshilfe geben die Urteile angelsächsischer Gerichte, vorab des *Delaware Court of Chancery*, das sich bereits in einigen Fällen mit der Frage auseinanderzusetzen hatte und dessen Richter mit Fug als Spezialisten für M&A Litigation bezeichnet werden<sup>31</sup>. Nach ständiger Praxis dieses Gerichts ist ein Material Adverse Change mit Zurückhaltung anzunehmen. Vorausgesetzt sind Ereignisse, welche das Ertragspotenzial des Zielunternehmens insgesamt *in zeitlich signifikanter Weise* substanziell gefährden<sup>32</sup>. Sie müssen sich auf die *langfristige Ertragskraft* über eine wirtschaftlich vernünftige Zeitperiode auswirken, wobei namentlich bei strategischen Käufern *eher von Jahren als Monaten* auszugehen sei<sup>33</sup>. Ob eine Änderung in diesem Sinne wesentlich ist, prüft das Gericht u.a. anhand der Entwicklung der historischen Unternehmenskennzahlen vor und nach dem Signing, um in einem zweiten Schritt zu beurteilen, ob daraus und aus den Be-

---

<sup>29</sup> So auch das Delaware Court of Chancery i.S. *Snow Phipps*, 66 f.; ebenso das Ontario Superior Court of Justice (Commercial List) i.S. *Fairstone Financial Holdings Inc. v. Duo Bank of Canada*, 2020 ONSC 7397 (Dec. 2, 2020), Rz. 31 ff. (abrufbar unter <http://canlii.ca/t/jc1z4>).

<sup>30</sup> Wolf, 128. Die Definition ist auch zirkulär („eine wesentliche nachteilige Veränderung ist eine Veränderung, die eine wesentliche nachteilige Auswirkung hat oder voraussichtlich haben wird“) und damit wenig hilfreich; siehe *Fairstone*, Rz. 64: „The definition ... is not particularly helpful because it refers back to itself.“

<sup>31</sup> Siehe Wolf, 125.

<sup>32</sup> Siehe den Grundsatzentscheid des Delaware Court of Chancery i.S. *In Re IBP, Inc. Shareholders Litigation*, 789 A.2d 14, 68 (Del. Ch. 2001), zitiert in *Akorn*, Delaware Court of Chancery, 130: „... unknown events that substantially threaten the overall earnings potential of the target in a durationally-significant manner“.

<sup>33</sup> Siehe den Entscheid des Delaware Court of Chancery i.S. *Hexion Specialty Chemicals, Inc. v. Huntsman Corp.*, C.A. No. 3841-VCL (Del. Ch. Sept. 29 / Nov. 19, 2008), 39 (abrufbar unter <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=112500>): „In the absence of evidence to the contrary, a corporate acquirer may be assumed to be purchasing the target as part of a long-term strategy. The important consideration therefore is whether there has been an adverse change in the target's business that is consequential to the company's long-term earnings power over a commercially reasonable period, which one would expect to be measured in years rather than months.“

gleitumständen auf eine längerfristige Auswirkung auf das Ertragspotenzial zu schliessen ist. Nach Auffassung des Gerichts indiziert ein nachgewiesener Ertragsseinbruch in der Grössenordnung von 50% in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen gegenüber den Vorjahresquartalen im Allgemeinen einen MAC<sup>34</sup>, eine (COVID-19-bedingte) Reduktion von 16% in einem Quartal nach einem Anstieg von 15% im Vorquartal hingegen nicht<sup>35</sup>. In einem anderen Fall wurde ein EBITDA-Rückgang in den beiden Halbjahren nach dem Signing um knapp 20% gegenüber Vorjahr bzw. 22% gegenüber Forecast als nicht ausreichend betrachtet<sup>36</sup>. Auch ein (witterungsbedingter bzw. industriezyklischer) Ertragsseinbruch um 64% in einem Quartal gegenüber dem Vorjahr wurde nicht als genügend wesentlich eingestuft, weil sich eine Trendumkehr andeutete und die Analysten für das Folgejahr eine Rückkehr zu gesunden Gewinnen prognostizierten<sup>37</sup>. In *Akorn, Inc.*, dem einzigen Fall überhaupt, in welchem das Delaware Court of Chancery bislang einen Material Adverse Effect annahm, war das EBITDA der Zielgesellschaft während fünf aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren vor der Transaktion Jahr um Jahr gestiegen, um im Geschäftsjahr, in dem die Transaktion vereinbart wurde, abrupt um 55% zu fallen<sup>38</sup>. Auch das von Analysten prognostizierte EBITDA für die drei künftigen Geschäftsjahre lag jeweils um mehr als 60% tiefer als im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses<sup>39</sup>. Diese Ergebnisverschlechterungen bzw. Einschätzungen reflektierten sich sodann auch im Unternehmenswert pro Aktie, der gemäss einer DCF-Bewertung im Unterzeichnungszeitpunkt bei rund 33 Dollar lag und nach Bekanntwerden der Ereignisse von Analysten auf 5 bis 12 Dollar geschätzt wurde. Als Ursachen für die Rückgänge wurden erhöhter Wettbewerbsdruck, der Verlust eines wichtigen Vertrages sowie Compliance-Probleme der Zielgesellschaft benannt, was ebenfalls darauf hindeutete, dass es sich um eine nachhaltige Verschlechterung und nicht bloss um einen temporären Einbruch handelte.

---

<sup>34</sup> Siehe *Akorn*, Delaware Court of Chancery, 131 f. m.w.H.

<sup>35</sup> Siehe *Snow Phipps*, Delaware Court of Chancery, 70.

<sup>36</sup> Siehe *Hexion*, Delaware Court of Chancery, 44. In diesem Fall hatte der Käufer ausserdem versucht, den MAC damit zu begründen, dass das Target die vor dem Signing abgegebenen Prognosen bei weitem verfehlt hatte. Das Gericht hatte dafür kein Gehör, im Wesentlichen mit der Begründung, dass der Käufer aufgrund des üblichen vertraglichen Gewährleistungsausschlusses bezüglich Einschätzungen zum künftigen Geschäftsgang auch unter dem Titel des MAC nicht darauf vertrauen durfte, dass die (zugegebenermassen optimistischen) Prognosen erreicht würden.

<sup>37</sup> Siehe *IBP*, Delaware Court of Chancery, 70, zusammengefasst in *Snow Phipps*, Delaware Court of Chancery, 75.

<sup>38</sup> Siehe *Akorn*, Delaware Court of Chancery, 135 f.; siehe dazu die ausführliche Fallbesprechung von Wolf, 125 ff.

<sup>39</sup> Siehe *Akorn*, Delaware Court of Chancery, 138 f.

Auch das *Ontario Superior Court of Justice* hatte im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie einen behaupteten Material Adverse Change zu beurteilen<sup>40</sup>. Im betreffenden Fall fiel der monatliche Umsatz des Target in den Monaten Mai, Juni und Juli 2020 im Vergleich zu den entsprechenden Vorjahresmonaten um 56%, 36.6% bzw. 21%. Das Gericht ging davon aus, dass diese negative Entwicklung, wenn auch auf unbekanntem Niveau, bis ins Jahr 2022 fortauern würde, und gelangte in diesem Fall zum Schluss, dass damit die Wesentlichkeitsschwelle für einen Material Adverse Effect erreicht sei<sup>41</sup>.

Betrachtet man die Präzedenzfälle, so fällt zunächst auf, dass bei der Beurteilung eines Material Adverse Change stets die *Unternehmensperformance* (Gewinn bzw. Ertrag oder EBITDA) im Vordergrund stand. Auswirkungen auf *Bilanzpositionen* (wie im oft bemühten Beispiel der abgebrannten Fabrik) standen in keinem der Fälle zur Diskussion. Sodann waren stets Ereignisse bzw. Entwicklungen zu beurteilen, die bereits einen messbaren Effekt hatten, d.h. die im Vergleich zu den entsprechenden Perioden der Vorjahre einen signifikanten Ertragsrückgang bewirkt hatten. Nicht zu beurteilen waren Konstellationen, in denen zwar ein mutmasslich negatives Ereignis (z.B. eine unvorhergesehene Milliardenklage) eingetreten war, dieses sich jedoch noch nicht konkret auf den Ertrag ausgewirkt hatte<sup>42</sup>. Sodann muss man aus den Präzedenzfällen schliessen, dass die *Wesentlichkeitsschwelle* für die Annahme eines Material Adverse Change in quantitativer Hinsicht um einiges höher liegt, als man (aus kontinentaleuropäischer Sicht) gemeinhin annehmen könnte. Auch wenn in den Entscheiden keine zahlenmässigen Regelgrenzen festgelegt werden, so liegen die darin genannten Ertragseinbrüche doch markant jenseits der Schwelle von 10%, die auf annualisierter Basis in öffentlichen Kaufangeboten die untere Grenze des Zulässigen darstellt<sup>43</sup>. Schliesslich legen die Entscheide mit Blick auf die zeitliche Dimension nahe, dass Ereignisse, die lediglich einen „One-off Impact“ auf den Ertrag des Zielunternehmens haben, im Allgemeinen nicht als MAC betrachtet werden dürften. Vorausgesetzt ist vielmehr – jedenfalls bei strategischen Käufern – eine Beeinträchtigung der Ertragskraft bzw. des Ertragspotenzials insgesamt. So wäre es meines Erachtens

---

<sup>40</sup> Siehe den Fall *Fairstone*, Ontario Superior Court.

<sup>41</sup> *Fairstone*, Ontario Superior Court, Rz. 87. Ein MAC wurde dann jedoch aufgrund der Carve-outs verneint.

<sup>42</sup> Wie das Delaware Court of Chancery allerdings mehrfach festhielt, ist bei entsprechender Formulierung der No MAC-Bedingung („has or would have“, „has or is reasonably likely to have“ o.ä.) klar, dass auch Ereignisse oder Veränderungen, die erst in der Zukunft eine wesentliche negative Auswirkung haben, von der Klausel erfasst sind; siehe *Snow Phipps*, 69, m.w.H. Allerdings wird der Nachweis natürlich oft Schwierigkeiten bereiten.

<sup>43</sup> Siehe [II.4](#) unten.

z.B. fraglich, ob ein unvorhergesehenes negatives Gerichtsurteil, das zu einem einmaligen Mittelabfluss in Höhe eines halben Jahresgewinns führt, die Ertragskraft der Zielgesellschaft ansonsten aber unberührt lässt, als Material Adverse Change zu qualifizieren wäre. Alles in allem stellt namentlich das Delaware Gericht Käufer, die den Ausstieg aus einem Deal mit einem Material Adverse Change begründen, vor sehr hohe Hürden.

c) *Carve-out und disproportionaler Effekt*

Die Carve-outs – d.h. die ursächlichen Ereignisse, welche im Grundsatz keinen Material Adverse Change begründen – bezwecken, allgemeine, systemische Risiken auf den Käufer zu allozieren. Dieser soll das allgemeine Unternehmerisiko bereits ab Signing tragen, während das unternehmensspezifische Geschäftsrisiko beim Verkäufer verbleibt. Welche Risiken im Einzelnen vom MAC ausgenommen werden sollen, ist den Parteien überlassen. Die wohl gängigsten Ausnahmen sind die allgemeine Entwicklung der Wirtschaft und der relevanten Branche, Entwicklungen in den Kapital- und Finanzmärkten, Gesetzesänderungen und staatliche Anordnungen, die Auswirkungen der Transaktion bzw. deren Annoncierung, sowie Umstände höherer Gewalt („Acts of God“).

Ob ein Carve-out greift, ist im Streitfall eine Frage der Vertragsauslegung. Auch hierzu liefern die Entscheide des Delaware Court of Chancery Anschauungsmaterial. So stellte sich im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie die Frage, ob deren Auswirkungen vom Material Adverse Change nur dann ausgenommen sind, wenn Pandemien im Vertrag explizit als Ausnahme vorgesehen sind. In Praktikerkreisen wurde diese Meinung zum Teil vertreten, weil die sog. „pandemic carve-outs“ in den letzten Jahren standardmässig vereinbart worden seien, sodass man annehmen müsse, die Parteien hätten bewusst auf die Ausnahme verzichtet, wenn sie sie nicht explizit vorgesehen hätten. Das Court of Chancery ist dieser Auffassung nicht gefolgt und hat festgehalten, dass die COVID-19-Pandemie auch durch die Ausnahme „natural disasters and calamities“ abgedeckt ist und somit grundsätzlich keinen Material Adverse Change darstellt<sup>44</sup>. Darüber hinaus hielt das Gericht fest, die Carve-outs seien im Lichte ihres Zwecks auszulegen, der darin besteht, allgemeine, systemische Risiken auf den Käufer zu überwälzen, während die geschäftlichen Risiken mit Bezug auf die Zielgesellschaft der Risikosphäre des Verkäufers zuzuordnen seien und bei diesem verbleiben sollen<sup>45</sup>. Demzufolge wurde die CO-

---

<sup>44</sup> Siehe AB Stable, Delaware Court of Chancery, 129 ff.

<sup>45</sup> Siehe AB Stable, Delaware Court of Chancery, 134 ff. Die Auslegung nach dem Zweck, der mit Carve-outs verfolgt wird, dürfte auch vor Schweizer Gerichten bzw. Schiedsgerichten von Bedeutung sein.

VID-19-Pandemie in diesem wie in anderen Fällen<sup>46</sup> als vom MAC ausgenommen betrachtet, obwohl im Vertrag kein spezifischer „pandemic carve-out“ vorgesehen war. Ungeachtet dessen sehen in der US-amerikanischen Praxis M&A-Verträge, die seit Ausbruch der COVID-19-Pandemie abgeschlossen werden, Pandemien und zum Teil auch damit zusammenhängende Massnahmen, wie z.B. Ladenschliessungen oder Ausgangssperren, nunmehr regelmässig als Ausschlussgründe vor.

Wenn ein Carve-out greift, steht dem Käufer der Nachweis offen, dass das Zielunternehmen im Vergleich zu vergleichbaren Unternehmen überproportional betroffen ist. Gelingt der Nachweis, so liegt trotz Carve-out ein Material Adverse Change vor. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, mit welchen anderen Unternehmen bzw. Unternehmensgruppen die Zielgesellschaft verglichen werden soll<sup>47</sup>. Um diesbezügliche Unklarheiten zu vermeiden, empfiehlt es sich, die relevante Peer-Gruppe im Vertrag in geographischer Hinsicht wie auch in Bezug auf den sachlich relevanten Markt näher zu umschreiben. Im Übrigen genügt auch für den disproportionalen Effekt eine kurzfristige Betrachtung nicht. Vielmehr muss der Effekt während einer signifikanten Zeitperiode bestehen, wobei wiederum eher von Jahren als Monaten auszugehen ist<sup>48</sup>.

#### *d) Vorhersehbarkeit als Ausschlussgrund?*

Die Frage stellt sich, ob die von der No MAC-Bedingung begünstigte Partei die Bedingung nicht anrufen kann, wenn ihr die Ereignisse oder Umstände, die den Material Adverse Change verursachten, im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bekannt waren oder hätten bekannt sein sollen. Das Delaware Court of Chancery hat die Frage in einem Fall verneint und eine solche allgemeine Voraussetzung nicht in die No MAC-Klausel hineingelesen<sup>49</sup>. In einem anderen Fall, der im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie erging, hat das Gericht einen im Vertrag ausdrücklich vorgesehenen Carve-out, wonach dem Käufer bekannte Umstände und Ereignisse keinen MAC begründen, als überaus käuferfreundlich bezeichnet<sup>50</sup>. Daraus muss man wohl schliessen, dass das Court of Chancery dem Käufer das Recht, die Transaktion aufgrund eines Ma-

---

<sup>46</sup> So auch im Fall *Fairstone Financial Holdings Inc.* vor dem Ontario Superior Court of Justice, Rz. 88 ff.

<sup>47</sup> Siehe illustrativ z.B. die Fälle *Snow Phipps*, 80 ff., oder *Fairstone Financial Holdings Inc.*, Rz. 109 ff.; ferner das Urteil des Englischen High Court in *Travelport & Ors v WEX Inc*; *Oliding & Ors v WEX Inc*, 2020, EWHC 2670 (Comm).

<sup>48</sup> Siehe Limardo/Neidell/Freedman, 2.

<sup>49</sup> Siehe *Akorn*, Delaware Court of Chancery, 79 f.

<sup>50</sup> Siehe *AB Stable*, Delaware Court of Chancery, 138: „Here, Seller has obtained that expansive carve-out“.

terial Adverse Change zu beenden, selbst dann nicht aberkennen würde, wenn ihm die konkreten ursächlichen Ereignisse oder Umstände in der Due Diligence oder einem Disclosure Letter offen gelegt wurden<sup>51</sup>.

Wie die Frage nach Schweizer Recht zu beurteilen wäre, ist – abgesehen von öffentlichen Kaufangeboten<sup>52</sup> – unklar. M.E. dürfte ein hiesiges Gericht oder Schiedsgericht zurückhaltend sein, dem Käufer den Vertragsausstieg zu gestatten, wenn er von den ursächlichen Umständen Kenntnis hatte und für ihn erkennbar war, dass diese eine wesentliche nachteilige Auswirkung auf das Zielunternehmen haben oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit haben werden<sup>53</sup>. Freilich ist die von der No MAC-Bedingung belastete Partei gut beraten, einen entsprechenden Carve-out explizit vorzusehen, wenn sie die Rechtssicherheit mit Bezug auf offen gelegte Umstände erhöhen möchte.

#### 4. In öffentlichen Kaufangeboten (quantifizierte No MAC-Klausel)

No Material Adverse Change-Bedingungen sind auch in freiwilligen öffentlichen Kaufangeboten zulässig und werden dort regelmässig vorgesehen<sup>54</sup>. Allerdings knüpft die Übernahmekommission zahlreiche Voraussetzungen an die Zulässigkeit. So sind zunächst ausschliesslich quantifizierte Bedingungen gestattet, die eine Einbusse bei der Zielgesellschaft von mindestens 5% auf Stufe Umsatz, 10% auf Stufe EBIT oder EBITDA und 10% auf Stufe Eigenkapital vorsehen, und zwar jeweils auf annualisierter Basis gestützt auf den letzten konsolidierten Jahres- oder Zwischenabschluss der Zielgesellschaft<sup>55</sup>. Sodann kann der Anbieter bereits eingetretene Ereignisse für einen Material Adverse Change nur anrufen, wenn er deren Eintritt und Auswirkungen im Zeitpunkt des Angebots bzw. der Voranmeldung nicht kannte und (gestützt auf öffentlich zugängliche Informationen oder eine Due Diligence-Prüfung) auch nicht ken-

---

<sup>51</sup> Vor der Entscheidung in Sachen *AB Stable* noch zweifelnd; Wolf, 131.

<sup>52</sup> In öffentlichen Kaufangeboten kann ein MAC jedenfalls nach Auffassung der UEK nur angerufen werden, wenn der Anbieter das ursächliche Ereignis und dessen Auswirkungen nicht kannte oder kennen musste; siehe [II.4](#) unten.

<sup>53</sup> Dies in Anlehnung an die bundesgerichtliche Rechtsprechung zu Art. 200 Abs. 2 des Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 30. März 1911 (Fünfter Teil: Obligationenrecht, OR, SR 220); siehe dazu BGE 66 II 137 sowie Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 431.

<sup>54</sup> Siehe Gericke/Wiedmer, Art. 13, N 62 ff.; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz 531 ff. In Pflichtangeboten sind No MAC-Bedingungen grundsätzlich nicht zulässig; siehe Empfehlung 0236/01 *Swiss International Airlines AG* vom 28. April 2005 E. 4.3.3.2.

<sup>55</sup> Siehe jüngst Verfügung 802/01 *Vifor Pharma AG* vom 13. Dezember 2021 E. 2.4 Rz. 11 f., m.w.H.; ferner Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 538. Market MACs, welche keine Auswirkung auf die Zielgesellschaft haben, werden durch die UEK als unzulässig betrachtet; kritisch dazu und a.M. Gericke/Wiedmer, Art. 13, N 64 f.

nen musste<sup>56</sup>. Ferner ist die Bedingung nicht bis zum Vollzug, sondern lediglich bis zum Ablauf der Angebotsfrist gültig<sup>57</sup>. Gegen wesentliche nachteilige Ereignisse, die nach diesem Zeitpunkt eintreten oder bekannt werden, ist der Anbieter nicht geschützt. Schliesslich kann der Anbieter einen Material Adverse Change nicht autonom erklären und das Angebot gestützt darauf beenden. Vielmehr muss er für die Frage, ob die Bedingung ausgefallen ist, auf die Beurteilung durch einen unabhängigen Dritten abstellen, der vom Anbieter und von der Zielgesellschaft unabhängig ist<sup>58</sup>.

Im Unterschied zu den im US-amerikanischen Rechtsraum üblichen Bedingungen sahen No MAC-Bedingungen in Schweizer öffentlichen Kaufangeboten bislang keine Carve-outs vor. Dies dürfte damit zusammenhängen, dass die Bedingung im Übernahmerecht von vornherein einschränkenden Voraussetzungen unterliegt. Im Ergebnis verbleiben systemische Risiken, wie z.B. ein Kriegsausbruch in einem wichtigen Absatzmarkt der Zielgesellschaft, im Rahmen eines Kaufangebots bei den Angebotsempfängern, weil sie als ursächliche Ereignisse nicht ausgenommen sind. Allerdings wären Carve-outs übernahmerechtlich durchaus zulässig, da sie den Anwendungsbereich der Bedingung zugunsten der Angebotsempfänger zusätzlich einschränken. Dementsprechend sah ein Angebot, welches während der COVID-19-Pandemie veröffentlicht wurde, erstmals einen Carve-out, spezifisch einen „pandemic carve-out“, ausdrücklich vor, einschliesslich einer Gegenausnahme für überproportionale Beeinträchtigungen der Zielgesellschaft<sup>59</sup>.

Die Frage stellt sich, ob die negativen Auswirkungen auf die Zielgesellschaft in zeitlicher Hinsicht nachhaltig sein müssen, damit der Anbieter das Angebot gestützt auf die No MAC-Bedingung beenden kann. Während das Delaware Court of Chancery eine Performance-Einbusse des Target eher von Jahren als Monaten voraussetzt<sup>60</sup>, musste sich die Übernahmekommission zu dieser

---

<sup>56</sup> Siehe Empfehlung 0243/01 *Leica Geosystems Holdings AG* vom 22. Juni 2005 E. 3.5.2; Empfehlung 0243/06 *Leica Geosystems Holdings AG* vom 9. August 2005 E. 7.5.2.

<sup>57</sup> Siehe z.B. Verfügung 802/01 *Vifor Pharma AG* vom 13. Dezember 2021 E. 2.4 Rz. 12.

<sup>58</sup> Siehe Empfehlung 0162/03 *Centerpulse AG* vom 2. Juli 2003 E. 5.3.4.2.

<sup>59</sup> Siehe Verfügung 802/01 *Vifor Pharma AG* vom 13. Dezember 2021 E. 2.4: „Bei der Feststellung, ob Tatsachen, Vorkommnisse, Umstände oder Ereignisse vernünftigerweise dazu geeignet wären, Wesentliche Nachteilige Auswirkungen in Bezug auf eine in dieser Angebotsbedingung (d) genannte Person zu haben, werden Tatsachen, Vorkommnisse, Umstände oder Ereignisse, die eine Folge der COVID-19-Pandemie sind, nicht berücksichtigt, ausser soweit diese Tatsachen, Vorkommnisse, Umstände oder Ereignisse die betreffende Person im Vergleich zu anderen Unternehmen derselben Branche unverhältnismässig stärker nachteilig beeinträchtigen.“

<sup>60</sup> Siehe [II.3.b](#)) oben.



Frage bislang nicht äussern. Der Wortlaut der heute gängigen No MAC-Bedingungen scheint nahezulegen, dass bereits eine einmalige Einbusse während eines Geschäftsjahres für die Anrufung des MAC genügt. Dies würde dem Anbieter z.B. erlauben, das Angebot zu beenden, wenn die Zielgesellschaft während des Angebots eine Rückstellung in Höhe von 10% des letztjährigen EBIT für eine Schadenersatzklage bilden muss, selbst wenn die Klage die Ertragskraft des Unternehmens ansonsten nicht beeinträchtigt. Ungeachtet dessen und der vergleichsweise tiefen Schwellenwerte wurde ein Material Adverse Change bislang jedoch in keinem öffentlichen Kaufangebot angerufen, geschweige denn als gegeben betrachtet.

## 5. Lehren für die Vertragsredaktion

Die im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie gemachten Erfahrungen lassen unter anderem die folgenden Lehren für die Vertragsredaktion mit Blick auf No MAC-Bedingungen zu:

- No MAC-Bedingungen gelten zu Recht als käuferfreundlich, weil sie es dem Käufer aufgrund ihrer offenen Formulierung recht einfach erlauben, einen Material Adverse Change zu behaupten, was für den Verkäufer einen Druck erzeugt, sich auf Nachverhandlungen einzulassen. Steht eine solche Bedingung im Raum, ist der spezifischen Ausgestaltung die notwendige Sorgfalt zu widmen<sup>61</sup>. Demgegenüber zeigen die Entscheide des Delaware Court of Chancery aber auch, dass die Hürden für die Annahme eines Material Adverse Change sehr hoch und die Beweisführung für den Käufer schwierig sind. Auch wenn diese Entscheide für Schweizer Gerichte oder Schiedsgerichte nicht präjudiziell sind, dürften sie dennoch gewisse Leitlinien setzen.
- Sieht sich der Verkäufer in der Situation, eine No MAC-Bedingung akzeptieren zu müssen, könnte der Unsicherheit der heute gängigen, offenen Formulierung durch eine quantifizierte Bedingung begegnet werden. Werden spezifische quantitative Hürden vertraglich festgelegt, so dürfte es für den Käufer im Allgemeinen schwieriger sein, leichthin einen Material Adverse Change zu behaupten und den Verkäufer so in Nachverhandlungen hineinzudrücken. Noch höher wäre die Hürde, wenn vertraglich zusätzlich vorausgesetzt würde, dass ein unabhängiger Experte das Vorliegen eines MAC bestätigen muss<sup>62</sup>. Allerdings wird es nicht einfach sein, sich auf beidseits

---

<sup>61</sup> So sollte aus Verkäufersicht z.B. darauf geachtet werden, ob auch negative Auswirkungen auf die Aussichten („prospects“) der Zielgesellschaft einen MAC begründen können; siehe dazu Fn. 12 oben. Als überaus käuferfreundlich gelten sodann die hierzulande nicht geläufigen Two Prong MACs; siehe dazu [II.2.d](#)) oben und das Beispiel (Fall Tiffany) in Fn. 25 oben.

<sup>62</sup> Dies analog zu der Situation im Übernahmerecht; siehe [II.4](#) oben.

annehmbare quantitative Schwellenwerte zu einigen. Dies auch vor dem Hintergrund, dass die von der Übernahmekommission verlangten Mindesthürden für öffentliche Kaufangebote<sup>63</sup> wesentlich tiefer zu sein scheinen als die vom Delaware Court of Chancery verlangten Einbussen.

- Was die zeitliche Wesentlichkeit des Material Adverse Change betrifft, ist aus Verkäufersicht die Klarstellung vorteilhaft, dass die negativen Auswirkungen des ursächlichen Ereignisses nachhaltig („sustainable“ oder gar „lasting“) sein müssen. Zwar hat das Delaware Court of Chancery diese Voraussetzung explizit festgehalten. Ob ein Schweizer Gericht dies auch so sehen würde, ist letztlich jedoch nicht sicher. Dies gilt erst recht im Bereich der öffentlichen Kaufangebote<sup>64</sup>.
- Wird eine No MAC-Bedingung vereinbart, ist den Carve-outs Beachtung zu schenken. In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass die M&A-Verträge, die seit dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie abgeschlossen wurden und eine No MAC-Bedingung vorsehen, mehrheitlich einen „pandemic carve-out“ enthalten. Damit ist je nach der übrigen Formulierung der Carve-outs im jetzigen Umfeld die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass ein Gericht oder Schiedsgericht bei Fehlen eines „pandemic carve-out“ auf einen bewussten Verzicht der Parteien schliessen könnte<sup>65</sup>.
- Auch bezüglich der bekannten bzw. erkennbaren Risiken ist eine ausdrückliche vertragliche Regelung zu erwägen. Ob ein hiesiges Gericht oder Schiedsgericht der Auffassung des Delaware Court of Chancery folgen würde, wonach die Bekanntheit eines Risikos die Berufung auf einen daraus resultierenden MAC nicht ausschliesst, ist unter Schweizer Recht als offen zu bezeichnen<sup>66</sup>. Vor diesem Hintergrund sollte der Käufer erwägen, ausdrücklich im Vertrag festzuhalten, dass auch bekannte oder erkennbare Ereignisse einen Material Adverse Change begründen können (z.B. „whether or not known to or foreseeable by the Buyer at the date hereof“). Umgekehrt wäre der vorsichtige Verkäufer gut beraten, einen expliziten Carve-out für bekannte oder erkennbare Umstände – oder zumindest für offen gelegte Ereignisse und Umstände – vorzusehen (z.B. „to the extent not known to and not reasonably foreseeable by the Buyer at the date hereof“).

---

<sup>63</sup> Siehe dazu [II.4](#) oben.

<sup>64</sup> Siehe [II.4](#) oben am Ende.

<sup>65</sup> Im Entscheid *AB Stable*, 129 ff., hat das Delaware Court of Chancery dies anders gesehen (siehe dazu [II.3.c](#)) oben). Allerdings wurde der M&A-Vertrag, der in jenem Fall zu beurteilen war, im September 2019 abgeschlossen, in einem Zeitpunkt also, in dem Pandemien als mögliche Disruptoren nicht im allgemeinen Bewusstsein standen.

<sup>66</sup> Siehe [II.3.d](#)) oben.

- Um schliesslich mit Bezug auf die Gegen Ausnahme des disproportionalen Effekts Unklarheiten zu vermeiden, kann es sich je nach den Umständen empfehlen, die relevante Peer-Gruppe, mit welcher das Zielunternehmen zu vergleichen ist, im Vertrag in geographischer Hinsicht, mit Bezug auf die Unternehmensgrösse wie auch in Bezug auf den sachlich relevanten Markt näher zu umschreiben.

### III. No Breach of Interim Covenants (Covenant Compliance Condition)

#### I. Hauptmerkmale und Verbreitung

Bei der sog. „Covenant Compliance Condition“ handelt es sich um die auf-schiebende Bedingung, die der begünstigten Partei (im Unternehmenskauf dem Käufer) das Recht einräumt, den Vollzug der Transaktion zu verweigern und den Vertrag zu beenden, wenn die belastete Partei (im Unternehmenskauf der Verkäufer) ihre vertraglichen Verpflichtungen zwischen Signing und Closing nicht im Wesentlichen erfüllt hat. Eine Formulierung kann z.B. wie folgt lauten:

*„The Seller shall have performed and complied in all material respects with all of its obligations set forth in this Agreement that are required to be performed on or before the Closing Date.“*

Im US-amerikanischen Rechtsraum werden Covenant Compliance-Bedingungen namentlich in den dort vorherrschenden Merger Agreements regelmässig vereinbart. In Europa und auch der Schweiz ist die Bedingung vergleichsweise selten, insbesondere in internationalen Grosstransaktionen aber auch hier anzutreffen.

Die Covenant Compliance-Bedingung erlaubt es der begünstigten Partei, den Vertrag zu beenden, wenn die verpflichtete Partei ihre im Vertrag vorgesehenen Verpflichtungen zwischen Signing und Closing – die sog. Interim Covenants – nicht in allen wesentlichen Belangen erfüllt. Wird darauf verzichtet, die Einhaltung der Interim Covenants zur Vollzugsbedingung zu erheben, so kann der Käufer im Fall einer Verletzung eines Covenants allenfalls Schadenersatz nach Art. 97 OR verlangen; ein Leistungsverweigerungsrecht oder ein Beendigungsrecht steht ihm mangels Bedingung aber nicht zu<sup>67</sup>.

---

<sup>67</sup> Siehe Diem, 19 f.

Damit die Covenant Compliance Condition in ihrer üblichen Ausgestaltung als erfüllt gilt, muss die belastete Partei (im Unternehmenskauf der Verkäufer) die Interim Covenants nicht in allen Belangen, sondern nur in allen wesentlichen Belangen erfüllen. Ein Material Adverse Change ist im Normalfall aber nicht vorausgesetzt<sup>68</sup>.

Bei den betroffenen Interim Covenants sind z.B. die Pflicht des Verkäufers, dem Käufer zwischen Signing und Closing Zugang zum Unternehmen zu ermöglichen (sog. Access Covenant) oder über die Geschäftsentwicklung des Geschäfts oder die Finanzzahlen auf dem Laufenden zu halten (sog. Information Covenant) zu nennen<sup>69</sup>. Insbesondere ist die Bedingung aber im Zusammenhang mit dem sog. Interim Operating Covenant (IOC, oft auch als Ordinary Course Covenant bezeichnet) von Bedeutung. Darin verpflichtet sich die belastete Partei (im Unternehmenskauf der Verkäufer), dafür zu sorgen, dass das Geschäft des Zielunternehmens bis zum Vollzug im ordentlichen Gang weitergeführt wird (positive covenant) und dass bestimmte Rechtsgeschäfte nur mit vorgängiger Zustimmung der berechtigten Partei vorgenommen werden (negative covenant)<sup>70</sup>:

*„Except as permitted or contemplated by this Agreement and to the extent permitted by Applicable Law, the Seller shall procure that from the date hereof to the Closing Date, the Business will be conducted in all material respects in the ordinary course [consistent with past practice].*

*Without limiting the generality of the foregoing, to the extent permitted by Applicable Law, from the date hereof to the Closing Date, the Seller shall not, and shall procure that the Company will not, except as permitted or contemplated by this Agreement, without the prior written consent of the Buyer (such consent not to be unreasonably withheld or delayed): (i) ...; (ii) ...“<sup>71</sup>*

Der Interim Operating Covenant soll sicherstellen, dass die wirtschaftliche Substanz des gekauften Unternehmens zwischen Unterzeichnung und Vollzug nicht verändert wird, bzw. dass das Geschäft am Vollzugstag im Wesentlichen dasselbe ist wie dasjenige, für dessen Kauf sich der Käufer bei Vertragsab-

---

<sup>68</sup> Möchte man die Bedingung aus Verkäufersicht einschränkender formulieren, so kann man sie an die Voraussetzung knüpfen, dass die Vertragsverletzung in einem MAC resultiert oder voraussichtlich resultieren wird.

<sup>69</sup> Zu den Interim Covenants siehe auch Tschäni/Diem, Vollzug, 117 ff.

<sup>70</sup> Siehe Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 379; Schenker, Unternehmenskauf, 277 f.

<sup>71</sup> Siehe auch die Musterklauseln bei Tschäni/Diem, Vollzug, 139 ff.

schluss entschlossen hat<sup>72</sup>. Ferner soll unterbunden werden, dass sich der Unternehmensverkäufer i.S. von „moral hazard“ opportunistisch verhält, um sich mit Blick auf den Verkauf gewisse Vorteile zu verschaffen<sup>73</sup>. Zu denken ist etwa an verdeckte Gewinnentnahmen aus der Zielgesellschaft oder eine Ausdünnung des Warenlagers mit dem Ziel, die Barmittel per Closing zu erhöhen und einen entsprechend höheren Verkaufspreis zu erzielen. Sodann möchte der Käufer den Verkäufer, der aufgrund des Verkaufs möglicherweise das Interesse am Unternehmen verloren hat, „incentivieren“, das Geschäft dennoch so weiterzuführen, wie wenn er es nicht verkauft hätte. Schliesslich geht es namentlich bei den negative covenants darum, spezifische Geschäftsentscheide von grosser Tragweite (z.B. die Aufnahme von Fremdkapital) auszuschliessen bzw. nur mit vorgängiger Zustimmung des Käufers zu ermöglichen.

## 2. Kasuistik

Im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie haben sich vorab in den USA zahlreiche Käufer bzw. Zusammenschlussparteien auf die Covenant Compliance-Bedingung berufen und gestützt darauf den Vollzug verweigert bzw. zu verweigern versucht<sup>74</sup>:

- Im Fall *Victoria's Secret* (Retail, Mode) stellte sich die Käuferin u.a. auf den Standpunkt, dass die Verkäuferin den *Interim Operating Covenant* (IOC) verletzte, indem sie nach Ausbruch der COVID-19-Pandemie zahlreiche Verkaufsgeschäfte schloss, Kurzarbeit einführte, Lohnreduktionen anordnete, keine Neuware mehr bestellte und Mietzinszahlungen aussetzte. In der Folge einigten sich die Parteien Anfang Mai 2020 einvernehmlich darauf, die Transaktion ohne Straf- oder Schadenersatzzahlungen zu beenden<sup>75</sup>.
- Im Fall *AB Stable*, in welchem es um den Erwerb einer Luxushotelgruppe mit 15 Hotels ging, behauptete die Käuferin u.a. ebenfalls eine Verletzung des IOC, weil die Verkäuferin in Reaktion auf die Pandemie zwei Hotels

---

<sup>72</sup> So das Delaware Court of Chancery in *Akorn*, 83, sowie in *AB Stable*, 156, bestätigt durch das Delaware Supreme Court in *AB Stable VIII LLC v. Maps Hotels & Resorts One LLC et al.*, 2021 WL 5832875 (Del. Dec. 8, 2021), 25 (abrufbar unter <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=327380>).

<sup>73</sup> Siehe das Delaware Court of Chancery in *Akorn*, 196: „In addition, the ordinary course covenants aim to mitigate or eliminate the moral hazard of sellers acting in their own interest to the detriment of the purchaser between signing and closing.“

<sup>74</sup> Nachfolgend eine Auswahl von Fällen, in welchen die Covenant Compliance Condition angerufen wurde. Weitere bekannte Fälle betreffen z.B. den Kauf von 34 Yoga-Studios (*Level 4 Yoga*) oder die Reiseindustrie (*Carlyle, GIC/Juweel*).

<sup>75</sup> Siehe z.B. [www.ft.com/content/3f458e9c-e864-4fe1-8740-37136bae7b62](https://www.ft.com/content/3f458e9c-e864-4fe1-8740-37136bae7b62).

schloss und die übrigen nur mit 10% der normalen Gästebelegung führte, Massenentlassungen vornahm und Kurzarbeit einführte, keine Events mehr durchführte, Restaurants und Fitness-Räume schloss und keine nicht notwendigen Investitionen mehr tätigte. Der Fall wurde gerichtlich erledigt und der Käuferin gestattet, die Transaktion zu beenden<sup>76</sup>.

- Beim Erwerb der *Taubman Centers*, einer Real Estate-Gesellschaft, welche Shopping-Center in den USA betreibt, brachte die Erwerberin in umgekehrter Richtung vor, die Zielgesellschaft habe den IOC verletzt, weil sie als Antwort auf die COVID-19-Pandemie keine angemessenen Massnahmen, namentlich Kostensenkungen, getroffen habe. In der Folge einigten sich die Parteien jedoch und vollzogen die Transaktion<sup>77</sup>.
- Im Fall des Zusammenschlusses zwischen *Delphi Technologies* und *BogWarner* zog Delphi ohne Zustimmung von *BogWarner* nach Ausbruch der Pandemie vorsorglich einen Kredit in Höhe von USD 500 Mio., um die Liquidität sicherzustellen. Nach Auffassung von *BogWarner* verletzte Delphi damit den *Negative IOC*, der für Kreditaufnahmen über einem Betrag von USD 5 Mio. die vorgängige Zustimmung von *BogWarner* voraussetzte. Die Parteien einigten sich in der Folge auf eine Anpassung des Umtauschverhältnisses und vollzogen den Zusammenschluss im Oktober 2020<sup>78</sup>.
- Im Asset Deal betreffend *Oberman* verlangte die Käuferin von der Verkäuferin nach Ausbruch der Pandemie weitgehende Informationen zum Geschäftsgang und der kurzfristigen Planung gestützt auf einen entsprechenden *Information Covenant* im Kaufvertrag. *Oberman* verweigerte die Informationen weitgehend, da sie den Request als überschüssend betrachtete. Die Parteien einigten sich in der Folge und vollzogen die Transaktion<sup>79</sup>.
- Im Fall *Khan/Cinemex*, in dem es um den Kauf von Kinos ging, behauptete die Käuferin, die Verkäuferin habe ihre Verpflichtung, der Käuferin zwecks Inspektion der Kinos physischen Zugang dazu zu gewähren (*Access Co-*

---

<sup>76</sup> Siehe den Entscheid des Delaware Court of Chancery in *AB Stable*; bestätigt durch das Delaware Supreme Court. Siehe zu diesem Fall ausführlicher II.3 unten.

<sup>77</sup> Der Vollzug fand Ende Dezember 2020 statt; siehe <https://investors.simon.com/news-releases/news-release-details/simon-property-group-completes-acquisition-taubman-centers-inc>.

<sup>78</sup> Siehe [www.borgwarner.com/newsroom/press-releases/2020/10/02/borgwarner-completes-acquisition-of-delphi-technologies](http://www.borgwarner.com/newsroom/press-releases/2020/10/02/borgwarner-completes-acquisition-of-delphi-technologies).

<sup>79</sup> Siehe <https://news.bloomberglaw.com/coronavirus/payroll-companies-settle-suit-over-virus-related-merger-collapse>.

venant), verletzt. Ende April 2020 erlangte Cinemex unter Chapter 11 Gläubigerschutz und schloss zahlreiche Kinos. Die Transaktion wurde nicht vollzogen<sup>80</sup>.

- Im Fall *Snow Phipps* verweigerte die Käuferin den Vollzug u.a. ebenfalls deshalb, weil Snow Phipps vertragswidrig eine Kreditlinie (Revolver) zog und damit den Negative IOC verletzte. Im Weiteren verletzte Snow Phipps nach Ansicht der Käuferin auch den Positive IOC, weil sie weitreichende Kostensenkungsmassnahmen traf. Der Fall wurde gerichtlich beurteilt und die Käuferin zum Vollzug verpflichtet<sup>81</sup>.
- Schliesslich behauptete die Erwerberin auch in Fall *Fairstone*, dass das Target den *Interim Operating Covenant* nicht einhielt, indem sie verschiedene Massnahmen ergriff, die nicht dem ordentlichen Geschäftsgang entsprachen, so unter anderem Änderungen der Arbeitsbedingungen der Mitarbeiter, der Investitionstätigkeit und der Rechnungslegung. Der Fall wurde durch das Ontario Superior Court of Justice beurteilt, welches zum Schluss gelangte, dass die Zielgesellschaft den IOC nicht verletzt hatte<sup>82</sup>.

### 3. Beurteilung eines behaupteten Ausfalls der Covenant Compliance Condition

#### a) Was bedeutet „Ordinary Course“ in einer Krisensituation?

Schweizer Gerichts- oder Schiedsurteile hinsichtlich der Frage, unter welchen Voraussetzung eine Partei eine Transaktion gestützt auf eine Covenant Compliance-Bedingung beenden kann, sind – wie mit Bezug auf die No MAC-Bedingung – nicht bekannt. Wiederum lohnt sich ein Blick auf einschlägige Entscheide der Gerichte in den USA und Kanada. Im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie ergingen dort jedenfalls drei Endurteile, die den *Interim Operating Covenant* zum Gegenstand hatten, d.h. die Verpflichtung des Verkäufers bzw. einer Zusammenschlusspartei, dafür zu sorgen, dass das Geschäft der Zielgesellschaft zwischen Signing und Closing „in the ordinary course of business [consistent with past practice]“ geführt wird. Spezifisch ging es um die Frage, ob ordinary course bedeutet, dass das Geschäft auch unter den Umständen der Pandemie so zu führen ist, wie es unter normalen Umständen normalerweise geführt würde, oder ob darunter die ordentliche Geschäftsfüh-

---

<sup>80</sup> Siehe <https://en.wikipedia.org/wiki/Cinemex>.

<sup>81</sup> Siehe den Fall *Snow Phipps*, Delaware Court of Chancery, und dazu III.3 unten.

<sup>82</sup> Siehe den Fall *Fairstone*, Ontario Superior Court, und dazu III.3 unten.

rung im Lichte der ausserordentlichen Umstände zu verstehen ist<sup>83</sup>. Im Fall *AB Stable* gelangten das Delaware Court of Chancery und ihm folgend das Delaware Supreme Court recht deutlich zum Schluss, dass die Verkäuferin den Ordinary Course Covenant wesentlich verletzt hatte, als sie in Reaktion auf die Pandemie zwei der verkauften Hotels schloss und die 13 weiteren nur mit 10% der normalen Gästebelegung führte, Massenentlassungen vornahm und Kurzarbeit einführte, keine Events mehr gestattete, Restaurants und Fitness-Räume schloss und keine nicht notwendigen Investitionen mehr tätigte. Zur Begründung führten die Gerichte an, dass die Massnahmen in Anbetracht der Krise zwar vernünftig und angebracht waren, dass sie jedoch dazu führten, dass sich das Geschäft, zu dessen Kauf sich der Käufer entschlossen hatte, wesentlich geändert hat<sup>84</sup>. Damit habe die Verkäuferin ihre Vertragspflicht nicht „in all material respects“ erfüllt<sup>85</sup>. Mit anderen Worten hielten die Gerichte von Delaware im Fall *AB Stable* dafür, dass „ordinary course“ lediglich die normale, *ordentliche Routinegeschäftsführung* erlaubt<sup>86</sup>. Die Käuferin war demzufolge gestützt auf die Covenant Compliance-Bedingung berechtigt, die Transaktion nicht zu vollziehen und den Vertrag zu beenden.

Zu einem anderen Ergebnis gelangte das Delaware Court of Chancery im Fall *Snow Phipps*<sup>87</sup>. In diesem Fall verglich das Gericht das Verhalten der Zielgesellschaft während der Pandemie mit jenem vor der Pandemie. Es gelangte zum Schluss, dass die Ziehung eines Revolvers von USD 15 Mio. unter einer Kreditlinie zwar die grösste in der jüngeren Vergangenheit war, jedoch bereits vor der Pandemie mehrfach Ziehungen unter derselben Linie stattfanden. Ausserdem hatte die Verkäuferin die Darlehensaufnahme der Käuferin angezeigt und angeboten, den Kredit sofort zurückzubezahlen, falls die Käuferin damit nicht einverstanden sei. Bezüglich der getroffenen, massiven Kostensenkungsmassnahmen sah es das Gericht als erstellt an, dass die Zielgesellschaft auch historisch ihre Kosten jeweils in Einklang mit erwarteten Umsatzrück-

---

<sup>83</sup> Siehe das Statement von Vice Chancellor J. Travis Laster im Fall *AB Stable*: „The real question is whether an ordinary course covenant means ‚ordinary course‘ on a clear day or ‚ordinary course‘ on the hand you’re dealt with. [...] If you have flooding, is the ‚ordinary course‘ of what you do consistent with past practice when you are in a flood, or is it ‚ordinary course‘ on a clear day when there hasn’t been any rain? [...] Are people doing things that are ‚ordinary course‘ when one is in a pandemic; and is that what the contract contemplates? Or, as the defendant casts it, is this really a clear-day type of condition that they were when you signed?“

<sup>84</sup> Siehe *AB Stable*, Delaware Court of Chancery, 69, und Delaware Supreme Court, 23 ff.

<sup>85</sup> Siehe *AB Stable*, Delaware Court of Chancery, 87.

<sup>86</sup> Siehe *AB Stable*, Delaware Court of Chancery, 69.

<sup>87</sup> Siehe *Snow Phipps*, Delaware Court of Chancery, sowie die Fallbesprechung von Gerhard, 408 ff.



gängen gesenkt hatte, weshalb auch die während der Pandemie getroffenen Massnahmen als im üblichen Geschäftsgang liegend zu betrachten seien<sup>88</sup>. Folglich hielt das Gericht dafür, dass die Covenant Compliance-Bedingung erfüllt sei und die Transaktion vollzogen werden muss.

Auch das Ontario Superior Court gelangte im Entscheid *Fairstone* zum Ergebnis, dass der Interim Operating Covenant durch die Zielgesellschaft – Kanadas grösstes Konsumentenkreditinstitut – trotz einschneidender Massnahmen in Reaktion auf die COVID-19-Pandemie nicht verletzt hatte. Das Gericht stellte insgesamt dreizehn Kriterien für seine Prüfung auf, so z.B. ob das Geschäft der Zielgesellschaft durch die Massnahmen wesentlich verändert wurde, ob die Massnahmen aus Käufersicht opportunistisch getroffen wurden („moral hazard“), ob sie vor dem Drittmannstest standhielten, ob sie mit Blick auf die ausserordentlichen Umstände als geboten bzw. ordentlich einzustufen waren und ob sie in guten Treuen erfolgten<sup>89</sup>.

#### b) Beurteilung unter Schweizer Recht

Wie die vorstehend besprochenen Fälle nach Schweizer Recht zu beurteilen wären, ist offen. Mit Bezug auf den Ordinary Course Covenant und die entsprechende Vollzugsbedingung könnte man auf den ersten Blick geneigt sein, dass die Bestimmung lediglich (aber immerhin) verlangt, dass das Geschäft der Zielgesellschaft zwischen Signing und Closing „ordentlich“, das heisst mit der gebührenden Sorgfalt des ordentlichen Geschäftsmannes, geführt werden muss<sup>90</sup>. In diesem Verständnis würde der Covenant auch ausserordentliche Massnahmen, die aufgrund der Umstände im Gesellschaftsinteresse aber geboten bzw. sinnvoll sind, gestatten. Dieses Verständnis erscheint m.E. im Resultat dann zutreffend, wenn die Frage zu beurteilen ist, ob der Verkäufer dem Käufer Schadenersatz aus positiver Vertragsverletzung schuldet. Gegebenenfalls stünde dem Verkäufer gemäss Art. 97 OR der Exkulpationsbeweis offen, und dieser dürfte ihm i.d.R. gelingen, wenn er nachweist, dass eine aussergewöhnliche Massnahme unter Anwendung der gebührenden Sorgfalt des ordentlichen Geschäftsmannes unter den konkreten Umständen geboten war<sup>91</sup>. Die Parteimeinung ist aber wohl eine andere, wenn es darum geht, ob der Käufer die Transaktion trotz Covenant Compliance-Bedingung vollziehen muss,

---

<sup>88</sup> Siehe *Snow Phipps*, Delaware Court of Chancery, 87 ff.

<sup>89</sup> Siehe *Fairstone*, Ontario Superior Court, Rz. 182.

<sup>90</sup> „Ordinary“ würde gegebenenfalls mit „ordentlich“ i.S.v. „sorgfältig“ übersetzt, anstatt mit „gewöhnlich“ oder „üblich“.

<sup>91</sup> Zum objektivierten Sorgfaltsmassstab und den Schwierigkeiten der Abgrenzung von Pflichtverletzung und Verschulden siehe statt vieler BSK OR I-Wiegand, Art. 97, N 42 f.

nachdem der Verkäufer zwar gebotene, aber ausserordentliche Massnahmen traf bzw. zuliess. Dies namentlich dann, wenn die Klausel den Zusatz „consistent with past practice“ enthält, wie das manchmal, aber nicht immer, der Fall ist. Der Zusatz legt nahe, dass von Massnahmen, die ausserhalb des Geschäftsverhaltens der Vergangenheit liegen, abzusehen ist, selbst wenn sie geschäftlich geboten oder gar notwendig erscheinen<sup>92</sup>. Letztlich liegt der Fokus der Betrachtung m.E. nicht darauf, ob ausserordentliche Geschäftsentscheide dem Verkäufer (im Sinne einer schuldhaften Vertragsverletzung) vorwerfbar sind oder nicht, sondern darauf, ob dem Käufer der Exit ermöglicht werden soll, wenn Verkäuferentscheide das gekaufte Unternehmen zwischen Signing und Closing substantiell verändern.

Von Bedeutung ist in diesem Zusammenhang, dass der Interim Operating Covenant ausserordentliche Geschäftsentscheide üblicherweise nicht absolut ausschliesst, sondern zunächst einmal dem Verkäufer die Pflicht auferlegt, vorgängig die Zustimmung des Verkäufers dazu einzuholen, wobei der Verkäufer seine Zustimmung nicht in unvernünftiger Weise verweigern, zurückhalten oder bedingen darf („without the prior [written] consent from the Buyer, such consent not to be unreasonably withheld, delayed or conditioned, the Target shall not ...“). Der Zusatz indiziert die Parteimeinung, dass der Entscheid über eine ausserordentliche (aber unternehmerisch möglicherweise gebotene) Handlung dem Käufer überlassen bleiben soll, wenn es um die Frage geht, ob der Käufer die Transaktion am Ende vollziehen muss oder nicht.

Etwas klarer gestaltet sich die Vertragsauslegung im Allgemeinen mit Bezug auf die *Negative Interim Operating Covenants*, das heisst die Verpflichtung des Verkäufers bzw. einer Zusammenschlusspartei dafür zu sorgen, dass das Target zwischen Signing und Closing spezifisch umschriebene Handlungen nicht vornimmt. Verbietet der Vertrag z.B. die Aufnahme oder Erhöhung von Darlehen über einen bestimmten Betrag hinaus ohne vorgängige Zustimmung des Käufers, lässt sich die Frage nach der Pflichtwidrigkeit des Verhaltens oft digital beurteilen<sup>93</sup>.

---

<sup>92</sup> Zu denken ist etwa an den Marktrückzug aus einem aggressiven Grossstaat, der einen kleinen Nachbarstaat mit einem kriegerischen Überfall zu annektieren versucht. Ein solcher Rückzug entspricht unter Umständen dem Verhalten bzw. der Erwartung eines Grossteils der Marktteilnehmer bzw. Geschäftspartner und Kunden und ist daher geschäftlich geboten. Ungeachtet dessen ist er in der Unternehmensgeschichte jedoch möglicherweise einmalig und gegebenenfalls nicht „consistent with past practice“.

<sup>93</sup> Siehe z.B. den Fall Delphi Technologies/BogWarner: Der M&A-Vertrag untersagte Kreditaufnahmen von mehr als USD 5 Mio. ohne vorgängige Zustimmung von BogWarner. Nach Ausbruch der COVID-19-Pandemie zog Delphi ohne Zustimmung eine Kreditlinie von USD 500 Mio.

Wurde ein Interim Covenant verletzt, ist zu prüfen, ob die Verletzung genügend *wesentlich* war, um dem Käufer (bzw. der berechtigten Zusammenschlusspartei) den Abbruch der Transaktion und die Vertragsbeendigung zu gestatten. Diesbezüglich sehen die gängigen Covenant Compliance-Bedingungen üblicherweise vor, dass die Interim Covenants „in all material respects“ („in allen wesentlichen Belangen“) erfüllt werden müssen, damit die Bedingung eintritt. Die Gerichte von Delaware verstehen diesen Standard so, dass einerseits kleine, *de minimis*, ja kleinliche Vertragsverletzungen, welche eine Transaktion nicht entgleisen lassen sollten, nicht genügen<sup>94</sup>. Andererseits ist ein resultierender Material Adverse Change aber nicht vorausgesetzt, solange die Covenant Compliance-Bedingung dies nicht ausdrücklich so vorsieht. Mit Bezug auf den Interim Operating Covenant ist die erforderliche Wesentlichkeitsschwelle nach Auffassung der Gerichte von Delaware dann erreicht, wenn das Zielunternehmen aufgrund ausserordentlicher Geschäftsentscheide am Vollzugstag nicht mehr substantiell dasselbe ist wie bei Signing<sup>95</sup>. Wie die vertragliche Wesentlichkeitsschwelle unter Schweizer Recht zu interpretieren ist, ist wiederum offen. Die bundesgerichtliche Rechtsprechung zur Auflösung von Dauerschuldverhältnissen aus wichtigem Grund (Festhalten am Vertrag ist unzumutbar<sup>96</sup>) oder das Konzept der wesentlichen Vertragsverletzung gemäss CISG<sup>97</sup> sind jedenfalls nicht direkt einschlägig bzw. anwendbar. Die dahinterliegenden Wertungen und die entsprechende Kasuistik scheinen aber nahe an den Wertungen des Delaware Court of Chancery in den einschlägigen Fällen zu liegen. So hat das Gericht einen ausserordentlichen Geschäftsentscheid, der leicht wieder rückgängig gemacht werden konnte (vorsorgliche Aufnahme eines Darlehens zur Liquiditätssicherung) im Fall *Snow Phipps* nicht als wesentlich betrachtet<sup>98</sup>, eine substantielle Änderung des Geschäfts des gekauften Unternehmens (weitgehende Einstellung der Geschäftstätigkeit mit Hotelschliessungen und Massenentlassungen) im Fall *AB Stable* aber schon. Auch die vom Ontario Superior Court im Fall *Fairstone* aufgestellten Kriterien gehen in dieselbe Richtung.

---

<sup>94</sup> „The language seeks to exclude small, *de minimis*, and nitpicky issues that should not derail an acquisition“; siehe *AB Stable*, Delaware Supreme Court, 35.

<sup>95</sup> Siehe *AB Stable*, Delaware Court of Chancery, 87.

<sup>96</sup> Siehe z.B. BGE 138 III 304 E. 7 S. 319 f.; Wolfer, 622.

<sup>97</sup> Übereinkommen der Vereinten Nationen vom 11. April 1980 über Verträge über den internationalen Warenkauf (CISG, SR 0.221.211.1). Das CISG ist auf Unternehmenskäufe nicht nur nicht anwendbar, es wird in M&A-Verträgen zusätzlich auch oft ausgeschlossen. Auf das Regelwerk wird hier nur deshalb Bezug genommen, weil es das Konzept der wesentlichen Vertragsverletzung vorsieht (und diese von der gewöhnlichen Verletzung unterscheidet).

<sup>98</sup> Die leichte Behebbarkeit eines Sachmangels durch den Verkäufer ist z.B. nach CISG nicht als wesentliche Vertragsverletzung einzustufen; siehe Eggen, Rz. 12 m.w.H.

Zusammenfassend sind für die Auslegung einer Covenant Compliance-Bedingung (und der unterliegenden Interim Covenants) und der Beurteilung der Frage, ob sie erfüllt oder ausgefallen ist, die Umstände des Einzelfalles entscheidend. Von grosser Bedeutung ist namentlich auch das *Verhalten der Parteien nach dem Vertragsabschluss*. Tritt eine Krise ein oder ändern sich die Umstände anderweitig derart, dass aussergewöhnliche Massnahmen erforderlich sind, sind die Parteien einer M&A-Transaktion gut beraten, das Problem auf richtig und konstruktiv anzugehen und in guten Treuen zusammenzuarbeiten<sup>99</sup>. So sollte der Verkäufer den Käufer unter Vorbehalt besonderer Umstände (wie z.B. Notfälle oder vorgängiges Verhalten des Käufers) rechtzeitig über die Lage informieren und dessen Zustimmung einholen, bevor aussergewöhnliche Massnahmen getroffen werden<sup>100</sup>. Auf der anderen Seite ist ein Käufer im Allgemeinen schlecht beraten, wenn er ein Begehren um Zustimmung schlicht ignoriert oder sich anderweitig augenscheinlich von der Transaktion distanziert, indem er etwa mit Kalkül dazu beiträgt, dass die notwendige Fremdfinanzierung scheitert<sup>101</sup>.

#### 4. Lehren für die Vertragsredaktion

Wie die vorstehenden Ausführungen zeigen, haben sich in Nordamerika Käufer bzw. Zusammenschlussparteien, die im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie den Ausstieg aus der bereits vereinbarten Transaktion suchten, in der Mehrheit der Fälle auf die Covenant Compliance-Bedingung berufen. Aus Schweizer Sicht mag dies erstaunen, doch lassen die gemachten Erfahrungen einige Lehren für die Vertragsredaktion zu:

- Wie No MAC-Bedingungen erhöhen auch Covenant Compliance-Bedingungen das Vollzugsrisiko, weil sie der berechtigten Partei einen (weiteren) Hebel zur Verfügung stellen, um eine Verletzung zu behaupten und Nachverhandlungen zu erzwingen. Auch die Covenant Compliance-Bedingung gilt daher zu Recht als käuferfreundlich. Sie stellt den Verkäufer namentlich in Krisensituationen vor die Frage, ob er in erster Linie das ihm noch gehörende Unternehmen schützen soll, oder ob er jedes Risiko hinsichtlich des Verkaufs vermeiden will und daher keinerlei Massnahmen trifft, die den

---

<sup>99</sup> So auch Emmerich/Norwitz, 3.

<sup>100</sup> Im Fall *AB Stable* unterliess es der Verkäufer, die Zustimmung des Käufers einzuholen. Vor Gericht begründete der Verkäufer sein Verhalten damit, dass der Käufer seine Zustimmung vernünftigerweise gar nicht hätte verweigern können, wenn ihn der Verkäufer hypothetisch um Zustimmung ersucht hätte; siehe Emmerich/Norwitz, 3.

<sup>101</sup> So geschehen im Fall *Snow Phipps*.

Verkauf gefährden könnten. In jedem Fall ist der Formulierung der Bedingung wie auch der unterliegenden Interim Covenants erhöhte Beachtung zu schenken.

- Mit Bezug auf die Formulierung der Vollzugsbedingung an sich ist der Gestaltungsraum recht begrenzt. Denkbar wäre, nur solche Vertragswidrigkeiten zur Bedingung zu erheben, die insgesamt einen Material Adverse Change verursachen. Eine solche Begrenzung wäre aber eher unüblich<sup>102</sup>. Eine andere mögliche Einschränkung bestünde darin, nur bestimmte Interim Covenants der Bedingung zu unterstellen anstelle sämtlicher Verpflichtungen zwischen Unterzeichnung und Vollzug.
- Ein grösserer Gestaltungsspielraum besteht bei den Interim Covenants selbst. So stellt sich für alle Covenants die Frage, ob man eine harte Verpflichtung im Sinne einer Bewirkungspflicht vereinbaren möchte („Seller shall procure that“) oder ob man auf einen Best Efforts-Standard abstellt („Seller shall use commercially reasonable [best] efforts that“). Ein Best Efforts-Standard lässt dem Verkäufer mehr Freiraum, um in ausserordentlichen Situationen angemessen zu reagieren, ohne seine vertragliche Verpflichtung zu verletzen.
- Der umsichtige Verkäufer wird sodann darauf achten wollen, dass alle Covenants nur soweit zu erfüllen sind, als dies nach anwendbarem Recht zulässig ist („to the extent permitted by Applicable Law“), bzw. dass er die vertraglichen Verpflichtungen insoweit nicht einhalten muss, als dies nach dem anwendbarem Recht erforderlich ist („except to the extent required by Applicable Law“). Damit werden namentlich mit Bezug auf den Ordinary Course Covenant Zweifel beseitigt, ob rechtlich vorgeschriebene Handlungen, die ausserhalb des ordentlichen Geschäftsganges liegen, zulässig sind. Zu denken ist etwa an den Abbruch von Geschäftsbeziehungen mit einem wichtigen Kunden, der zwischen Signing und Closing Sanktionen unterstellt wird. Dasselbe gilt auch für andere Verpflichtungen, wie z.B. den Access Covenant (staatliche Reiseeinschränkungen, Lock-downs und dergleichen).
- Mit Bezug auf den Ordinary Course Covenant sollte sorgfältig erwogen werden, ob zusätzliche positive Verpflichtungen sinnvoll sind, wie z.B. die Verpflichtung, die Geschäftsbeziehungen mit Lieferanten und Kunden aufrechtzuerhalten oder die Organisation des Geschäfts beizubehalten. Solche zusätzlichen Verpflichtungen schränken den Gestaltungsfreiraum des Ver-

---

<sup>102</sup> Üblich ist compliance „in all material respects“.

käufers weiter ein und geben dem Käufer umgekehrt mehr Raum für die Einflussnahme. Ähnliches gilt für den Zusatz „consistent with past practice“.

- Die Unbestimmtheit des positiven Ordinary Course Covenant schafft nicht nur für den Verkäufer eine Unsicherheit, sondern auch für den Käufer. Der umsichtige Käufer sollte daher darauf achten, dass die für ihn wirklich wichtigen Geschäftsvorfälle im Katalog der untersagten Handlungen (negative covenants) spezifisch aufgelistet sind, wobei diesbezüglich wettbewerbsrechtliche Schranken zu beachten sind, sofern eine Meldepflicht besteht<sup>103</sup>.
- Schliesslich ist der Regelung der notwendigen Zustimmung des Käufers Beachtung zu schenken. Zu entscheiden ist diesbezüglich namentlich, ob der Käufer seine Zustimmung in seinem Ermessen verweigern darf („may withhold in its discretion“), oder ob – wie dies mehrheitlich vorgesehen wird – die Zustimmung nicht aus unvernünftigen Gründen verweigert, verzögert oder bedingt werden darf („such consent not to be unreasonably withheld, delayed or conditioned“). Ebenfalls ist zu entscheiden, ob der Request des Verkäufers und die Zustimmung des Käufers auch mündlich erfolgen können, oder ob sie schriftlich auf dem üblichen Weg (wie in der Notice Section geregelt) zugestellt werden müssen.

#### IV. No Breach of Representations and Warranties (Bring-Down Condition)

Bei der Bring-Down Condition handelt es sich um die aufschiebende Bedingung, die der begünstigten Partei (im Unternehmenskauf dem Käufer) das Recht einräumt, den Vollzug der Transaktion zu verweigern und den Vertrag zu beenden, wenn die von der Gegenpartei (im Unternehmenskauf dem Verkäufer) abgegebenen Zusicherungen im massgeblichen Zeitpunkt nicht im Wesentlichen richtig waren bzw. sind<sup>104</sup>. Eine mögliche Formulierung lautet z.B. wie folgt:

*„The representations and warranties of the seller in Clause [...] shall be true and correct (without giving effect to any ‘materiality’, ‘Material Adverse Effect’ or similar qualifiers set forth therein) as of the date hereof and as of the Closing Date (except to the extent such representations and warranties expressly relate to a specified date, in which case such representations and warranties shall be true and correct on and*

---

<sup>103</sup> Siehe dazu Waser, 114 f.

<sup>104</sup> Zur Bring-Down Condition siehe z.B. Tschäni/Wolf, 114; Schenker, Veränderungen, 307 f.

*as of such specified date), except where the failure of the representations and warranties to be so true and correct (without giving effect to any ‚materiality‘, ‚Material Adverse Effect‘ or similar qualifiers set forth therein) would not, individually or in the aggregate, be reasonably likely to have a Material Adverse Effect.“*

Die Bedingung bezweckt, dem Käufer einen erweiterten Schutz zu geben für den Fall, dass eine Zusicherung des Verkäufers im Zeitpunkt des Signing und (bei entsprechender Formulierung) Closing nicht richtig war bzw. ist. Gegebenenfalls muss der Käufer die Transaktion nicht vollziehen und kann den Vertrag beenden, während er ohne Bring-Down Condition vollziehen muss und nach dem Vollzug auf die Rechtsbehelfe der Gewährleistung beschränkt bleibt. Obwohl Verkäufer Bring-Down-Bedingungen naturgemäss fast immer ablehnend gegenüberstehen<sup>105</sup>, sind sie namentlich im Nordamerikanischen Markt und in grösseren, internationalen Transaktionen oft anzutreffen<sup>106</sup>.

Die Bring-Down Condition ist in zahlreichen Ausgestaltungen anzutreffen. Namentlich bezüglich der vorausgesetzten Wesentlichkeitsschwelle sind verschiedene Varianten denkbar. Am häufigsten einigen sich die Parteien darauf, dass der Käufer den Vollzug nur (aber immerhin) verweigern darf, wenn aus den nicht zutreffenden Zusicherungen ein Material Adverse Change resultiert<sup>107</sup>. Gegebenenfalls handelt es sich um eine spezifische No MAC-Bedingung, indem nur falsche Zusicherungen als Ursache für den Material Adverse Change in Frage kommen. Der Käufer trägt die entsprechende Beweislast. Allerdings sind die Zusicherungen oft derart umfassend formuliert, dass der Unterschied zu einer allgemeinen No MAC-Bedingung gering ist. Wird ein Material Adverse Change oder eine andere Wesentlichkeitsschwelle (z.B. „in all material respects“) vorausgesetzt, sehen die Klauseln i.d.R. einen sog. Materiality Scrape vor, wonach die Wesentlichkeitseinschränkungen in den Zusicherungen für die Beurteilung unter der Bring-Down Condition nicht gelten<sup>108</sup>. Damit soll eine doppelte Wesentlichkeitshürde vermieden werden.

Mit Bezug auf die Redaktion der Bring-Down Condition gelten ähnliche Überlegungen wie für die No MAC-Bedingung<sup>109</sup>. Zusätzlich ist aus Verkäufersicht abzuwägen, ob die Zusicherungen im Rahmen der Bring-Down Condition nur per Signing oder auch per Vollzugstag richtig sein müssen, damit die Bedingung erfüllt ist. Falls der Käufer darauf beharrt, dass beide Zeitpunkte mass-

---

<sup>105</sup> Schenker, Unternehmenskauf, 268.

<sup>106</sup> Für empirische Angaben zu Bring-Down-Klauseln siehe etwa Blum, Vergleich, 253 f.

<sup>107</sup> So auch in der vorstehenden Beispielsklausel.

<sup>108</sup> So auch in der vorstehenden Beispielsklausel; zum Materiality Scrape siehe Diem, 29.

<sup>109</sup> Siehe dazu [II.5](#) oben.

geblich sind, ist namentlich der verbreiteten Zusicherung, wonach das Geschäft der Zielgesellschaft seit dem letzten Bilanzstichtag im ordentlichen Gang geführt wurde, Aufmerksamkeit zu schenken. Denn während der Ordinary Course Covenant das vom Verkäufer erwartete Verhalten zwischen Signing und Closing oft im Einzelnen definiert, gewisse Handlungen (z.B. gesetzlich erforderliche Handlungen) explizit zulässt und die Modalitäten der Zustimmung des Käufers regelt<sup>110</sup>, ist dies für die Zusicherung meistens nicht der Fall. Gegebenenfalls kann die Situation resultieren, dass der Verkäufer den Interim Operating Covenant zwar einhält, gleichzeitig aber ein Breach der spiegelbildlichen Zusicherung vorliegt, der es dem Käufer erlaubt, die Bring-Down Condition zu ziehen. Solche widersprüchlichen Regelungen gilt es zu vermeiden.

## V. Gesetzliche Anpassungs- bzw. Beendigungsrechte

In kleineren und mittleren Schweizer M&A-Transaktionen sind No MAC-Bedingungen, Covenant Compliance Conditions und Bring-Down Conditions vergleichsweise selten. Namentlich in Auktionssituationen sind sie kaum je anzutreffen, da sich der Bieter, der eine solche Bedingung in seinem Mark-up des Kaufvertrages vorschlägt, Gefahr läuft, dass sein Angebot aus dem Rennen fällt. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welche Exit-Möglichkeiten bestehen, wenn der Vertrag keine solche Bedingungen enthält.

### 1. *Clausula rebus sic stantibus*

Nach der *clausula rebus sic stantibus* kann ein Vertrag gerichtlich an die veränderten Verhältnisse angepasst werden, wenn sich die Verhältnisse seit dem Vertragsabschluss wesentlich und von den Parteien unverschuldet verändert haben, dies für die Parteien im Unterzeichnungszeitpunkt nicht vorhersehbar war, und die Änderung der Verhältnisse eine gravierende Äquivalenzstörung zwischen Leistung und Gegenleistung zur Folge hat<sup>111</sup>. Geringfügige Äquivalenzstörungen genügen nicht. Vorausgesetzt ist vielmehr ein grobes Missverhältnis, welches das Festhalten am Vertrag zu den darin vorgesehenen Konditionen für eine Partei nicht mehr zumutbar macht bzw. aus Sicht der Gegenpartei als rechtsmissbräuchlich erscheinen lässt<sup>112</sup>. Sind die Vorausset-

---

<sup>110</sup> Siehe dazu III oben.

<sup>111</sup> Siehe Huguenin, 327 ff.

<sup>112</sup> Als Rechtsgrundlage für das Institut wird Art. 2 ZGB gesehen; siehe BSK OR I-Wiegand, Art. 18, N 96.



zungen erfüllt, kann das Gericht nach dem hypothetischen Parteiwillen namentlich den Kaufpreis reduzieren, aber auch andere Vertragsbestimmungen anpassen oder den M&A-Vertrag insgesamt beenden<sup>113</sup>.

Gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung ist bei der Zuweisung des Risikos von erheblichen Verhältnisänderungen in erster Linie auf die vertragliche Regelung abzustellen. Nur wenn es an einer solchen fehlt, bleibt Raum für eine gerichtliche Anpassung nach dem hypothetischen Parteiwillen<sup>114</sup>. Daraus ist zu schliessen, dass eine Anpassung eines M&A-Vertrages gestützt auf die *clausula rebus sic stantibus* nicht zur Debatte steht, wenn der Vertrag eine No MAC-Bedingung oder eine Bring-Down Condition vorsieht<sup>115</sup>. Darüber hinaus ist m.E. auch in der (nicht unüblichen) Zusicherung, wonach seit dem letzten Bilanzstichtag kein Material Adverse Change eingetreten ist, im Prinzip eine vertragliche Anpassungsregel zu erblicken, sofern die Zusicherung auch für den Zeitpunkt des Closing als abgegeben gilt. Sollte sie nicht zutreffen, schuldet der Verkäufer dem Käufer unter den vereinbarten Voraussetzungen und innerhalb der vertraglich definierten Schranken Schadenersatz. Vom Grundsatz her bleibt für eine darüberhinausgehende Anpassung wohl kein Raum.

Enthält der M&A-Vertrag keine No MAC-Bedingung oder andere Anpassungsregel, stellt sich die Frage, ob die Parteien damit auch eine Aufhebung oder Anpassung des Vertrages im Rahmen der *clausula rebus sic stantibus* ausschliessen wollten. Nach einer Lehrmeinung ist dies zumindest bei professionellen bzw. professionell beratenen Parteien anzunehmen, weil bei solchen Parteien heute bekannt sei, dass No MAC-Bedingungen in Unternehmenskaufverträgen aufgenommen werden können und der Käufer bei Verzicht darauf bewusst das Risiko veränderter Verhältnisse übernehme<sup>116</sup>. M.E. sprechen oft gute Gründe für diese Annahme, wie z.B. wenn eine No MAC-Bedingung vom Käufer verlangt wurde, jedoch am Widerstand des Verkäufers scheiterte. Letztlich ist jedoch im Einzelfall anhand der gesamten Umstände zu entscheiden, ob ein Festhalten des Verkäufers am Vertrag zu den darin vereinbarten Konditionen aufgrund einer nicht vorhersehbaren Verhältnisänderung als rechtsmissbräuchlich erscheint oder nicht. Es versteht sich jedoch von selbst, dass die Anrufung der *clausula rebus sic stantibus* durch eine Partei einer M&A-Transaktion in den meisten Fällen ein „Uphill Battle“ darstellen dürfte.

---

<sup>113</sup> Zu den verschiedenen Möglichkeiten der richterlichen Anpassung siehe BSK OR I-Wiegand, Art. 18, N 98; Haefeli/Galli/Vischer, Rz. 54 f.

<sup>114</sup> BGE 127 III 300 E. 6.a) S. 307; siehe BSK OR I-Wiegand, Art. 18, N 118.

<sup>115</sup> So auch Schenker, Unternehmenskauf, 266; Gerhard, 412; teilweise a.M. Schärer/Gross, 133 ff.

<sup>116</sup> So Schenker, Unternehmenskauf, 266.

## 2. Nachträgliche Unmöglichkeit

Wird die Leistung einer Partei einer M&A-Transaktion nach Vertragsschluss unmöglich, ohne dass diese Partei die Unmöglichkeit zu vertreten hat, so fällt deren Leistungspflicht ohne sekundäre Schadenersatzpflicht dahin<sup>117</sup>. Auf Verkäuferseite ist im Zusammenhang mit dem Unternehmenskauf etwa denkbar, dass die Gesellschaftsanteile (*Share Deal*) oder das Unternehmen (*Asset Deal*) z.B. aufgrund kriegерischer Auseinandersetzungen nach Vertragsschluss untergehen oder staatlich annektiert werden und so die Leistung des Verkäufers unmöglich wird<sup>118</sup>. Gegebenenfalls wird auch der Käufer von seiner Leistungspflicht befreit<sup>119</sup>, sofern der Vertrag Vollzugsbedingungen vorsieht, die noch nicht eingetreten sind. Wenn der Vertrag aber unbedingt abgeschlossen wurde oder die vertraglich vorgesehenen Vollzugsbedingungen bereits eingetreten sind, bleibt der Käufer trotz Leistungsunmöglichkeit des Verkäufers im Prinzip weiterhin verpflichtet, den Kaufpreis zu bezahlen<sup>120</sup>.

Auf Seiten des Käufers dürfte Unmöglichkeit i.S.v. Art. 119 OR kaum je gegeben sein – dies jedenfalls solange, als die Gegenleistung in der Bezahlung eines Geldbetrages besteht. So begründet Geldmangel allein keine Unmöglichkeit, den geschuldeten Geldbetrag zu bezahlen<sup>121</sup>. Der Käufer trägt rechtlich das Risiko der Kaufpreisfinanzierung, es sei denn, der Kaufvertrag sehe eine sog. *Financing Condition* vor, wonach der Erhalt der notwendigen Fremdfinanzierung eine Vollzugsbedingung darstellt<sup>122</sup>. Ein Teil der Lehre will darüber hinaus auch die *Unerschwinglichkeit* nach den Regeln der Unmöglichkeit behandeln. Danach liegt eine der Unmöglichkeit gleichstehende Unerschwinglichkeit der Leistung vor, wenn die zur Erfüllung erforderlichen Mühen und Aufwendungen in keinem vernünftigen Verhältnis zum Wert der Leistung stehen<sup>123</sup>. Das Bundesgericht ist dieser Auffassung im Fall eines Unternehmenskaufs nicht gefolgt. Im betreffenden Fall, in welchem das gekaufte Unternehmen vor Bezahlung des aufgeschobenen Kaufpreises aufgrund eines Mangels erheblich an Wert einbüsste, hielt das Gericht fest, dass ein Missverhältnis zwischen

---

<sup>117</sup> Art. 119 OR; siehe z.B. BSK OR I-Wiegand, Art. 119, N 8, N 11.

<sup>118</sup> Schenker, Unternehmenskauf, 413.

<sup>119</sup> Art. 119 Abs. 2 OR.

<sup>120</sup> Art. 185 i.V.m. Art. 119 Abs. 3 OR.

<sup>121</sup> Siehe Gauch/Schluep/Schmid/Emenegger, Rz. 2572 m.w.H.

<sup>122</sup> Siehe dazu Gerhard, 412 ff., der zwischen „Strategic Model (Full Specific Performance)“, „Pure Option Model (No Specific Performance)“ und „Conditional Specific Performance (Financing Failure Model)“ unterscheidet.

<sup>123</sup> Siehe BSK OR I-Wiegand, Art. 97, N 14 m.w.H. Als Lehrbeispiel wird die mit unverhältnismässigen Kosten verbundene Bergung eines zu liefernden Ringes auf dem Meeresgrund genannt; siehe Gauch/Schluep/Schmid/Emenegger, Rz. 2565.

Leistung und Gegenleistung für den Käufer keine Unmöglichkeit i.S.v. Art. 119 OR begründet, sondern allenfalls über die *clausula rebus sic stantibus* angepasst werden könnte<sup>124</sup>. Damit bleibt für den Unternehmenskäufer im hier interessierenden Zusammenhang grundsätzlich kein Raum für die Anrufung von Art. 119 OR.

### 3. Willensmangel

Die Berufung auf Grundlagenirrtum oder absichtliche Täuschung<sup>125</sup> ist im Streitfall ein beliebtes Mittel von Unternehmenskäufern, um behauptete Unternehmensmängel geltend zu machen, namentlich in jenen Fällen, in welchen eine einschlägige Zusicherung fehlt oder die vertraglich vorgesehenen Rüge-, Verjährungs- oder Verwirkungsfristen nicht eingehalten wurden bzw. abgelaufen sind<sup>126</sup>. Im hier interessierenden Zusammenhang, der Änderung der Verhältnisse nach dem Vertragsabschluss, dürfte eine Anfechtung des Vertrags aufgrund eines wesentlichen Willensmangels allerdings selten Aussicht auf Erfolg haben.

Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung qualifiziert ein Irrtum über Entwicklungen nach Vertragsabschluss nur dann als Grundlagenirrtum, wenn die Partei, die sich auf den Grundlagenirrtum beruft, den Eintritt der künftigen Tatsache fälschlicherweise als sicher angenommen hat, und die Gegenpartei erkannt hat oder nach Treu und Glauben im Geschäftsverkehr hätte erkennen müssen, dass die Sicherheit für die andere Partei Vertragsvoraussetzung war<sup>127</sup>. Eine auf Hoffnung gründende spekulative Erwartung begründet indessen keinen Grundlagenirrtum<sup>128</sup>.

Gestützt auf die bundesgerichtliche Rechtsprechung verbietet es sich im Grundsatz, eine M&A-Transaktion aufgrund eines Grundlagenirrtums oder gar einer absichtlichen Täuschung anzufechten, wenn das betreffende Unternehmen aufgrund einer Veränderung der allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnisse nach dem Signing erheblich an Wert verliert. Man darf nicht als sicher annehmen, dass keine Pandemien auftreten, die Lieferketten nicht unterbrochen werden, keine Kriege ausbrechen, das Zinsumfeld nicht ändert, die Kreditmärkte offen bleiben und sich die makroökonomischen Rahmenbedingungen auch anderweitig nicht rapide und überraschend verschlechtern. Auch

---

<sup>124</sup> Urteil des Bundesgerichts 4C.335/2005 vom 13. Oktober 2006 E. 3.2.

<sup>125</sup> Art. 24 Abs. 1 Ziff. 4 bzw. Art. 28 OR.

<sup>126</sup> Siehe dazu statt vieler Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 439 ff.; Schenker, Unternehmenskauf, 442 ff.

<sup>127</sup> BGE 118 II 297 E. 2.b) S. 300.

<sup>128</sup> BGE 118 II 297 E. 2.c) S. 300 f.

mit Bezug auf die Entwicklung des Zielunternehmens selbst ist Zurückhaltung angebracht. Zwar tendieren Verkäufer dazu, die künftige Geschäftsentwicklung in den Vertragsverhandlungen rosig darzustellen. Solche rein zukunftsbezogenen Anpreisungen sind jedoch kaum je als absichtliche Täuschung zu werten, zumal in den Anpreisungen (z.B. im Information Memorandum) selbst sowie im Kaufvertrag regelmässig jede Haftung für solche zukunftsgerichteten Aussagen ausgeschlossen wird. Und auch hier gilt natürlich, dass der Käufer eines Unternehmens dessen künftige positive Entwicklung i.d.R. nicht als gesichert annehmen darf. Vorbehalten bleiben freilich Fälle, in welchen Zukunftsprognosen z.B. auf wissentlich falschen historischen Finanzzahlen beruhen (möglicherweise absichtliche Täuschung)<sup>129</sup> oder eine Wertverminderung des Unternehmens auf einem Umstand beruht, der bereits bei Vertragsabschluss bestand – zu denken ist etwa an den Fall, dass der Hauptkunde des Target die Geschäftsbeziehung gestützt auf eine dem Käufer unbekannte Change of Control-Klausel nach dem Signing beendet (möglicherweise Grundlagenirrtum). Abgesehen von solchen und ähnlichen Situationen stellt jedoch eine unvorhergesehene, wesentliche Verschlechterung der Finanz- oder Ertragslage des Zielunternehmens nach dem Vertragsabschluss im Allgemeinen keinen Grund für die Anfechtung des Vertrages wegen Willensmangels dar<sup>130</sup>.

## VI. Rechtsbehelfe und Durchsetzung

### 1. Die Rechtsbehelfe und das Dilemma des Verkäufers

Verweigert der Käufer im Unternehmenskauf den Vollzug z.B. gestützt auf eine No MAC-Bedingung, so ist der Verkäufer zunächst seinerseits nicht zum Vollzug verpflichtet<sup>131</sup>. Des Weiteren kann der Verkäufer im Verzug des Käufers Verzugszins und gegebenenfalls Verspätungsschaden fordern und entweder auf der Realerfüllung beharren oder auf die Realerfüllung verzichten und Schadenersatz wegen Nichterfüllung fordern oder vom Vertrag zurücktreten und Schadenersatz auf das negative Interesse verlangen<sup>132</sup>.

Ungeachtet dieser an sich griffigen Rechtsbehelfe sieht sich der Unternehmensverkäufer in der gegebenen Situation mit dem Dilemma konfrontiert, dass die Durchsetzung vor einem staatlichen Gericht oder einem Schiedsge-

---

<sup>129</sup> Siehe Schenker, Unternehmenskauf, 448 f.

<sup>130</sup> Siehe auch BGer 4C.335/2005 E. 3.1 betreffend Grundlagenirrtum mit Bezug auf die künftige Geschäftsentwicklung im Unternehmenskauf.

<sup>131</sup> Art. 82 OR; siehe dazu Diem, 12 f.

<sup>132</sup> Art. 102 ff. OR; siehe zum Ganzen Diem, 14 ff.

richt Monate, wenn nicht Jahre in Anspruch nehmen kann, und ein für ihn positiver Verfahrensausgang je nach den Umständen mit erheblichen Unsicherheiten behaftet ist. Während dieser Zeit muss der Verkäufer, wenn er auf Realerfüllung beharrt, das Unternehmen weiterführen und seine Erfüllungsbereitschaft aufrechterhalten. Mitunter trägt er das unternehmerische Risiko weiter. Möchte er stattdessen Schadenersatz wegen Nichterfüllung verlangen, so kann er versuchen, das Unternehmen anderweitig zu verkaufen, was angesichts des soeben gescheiterten Verkaufs möglicherweise kein einfaches Unterfangen ist, und die Differenz zwischen dem vertraglich vereinbarten Kaufpreis und dem in guten Treuen erzielten Dritterlös vom Käufer einzufordern. Diese Unwägbarkeiten und die zeitliche Dringlichkeit setzen den Verkäufer unter einen gewissen Druck, sich auf Nachverhandlungen mit dem Käufer einzulassen und darin gewisse Konzessionen zu machen. Vor diesem Hintergrund fragt sich, wie in solchen Pre-Closing-Streitigkeiten ein angemessener Interessenausgleich gefunden werden kann.

## 2. Lösungsansatz Delaware: Expedited Proceedings

In den USA, spezifisch im Bundesstaat Delaware, vor dessen staatlichen Gerichten weltweit die meisten M&A-Streitigkeiten ausgetragen werden, steht u.a. für Pre-Closing-Streitigkeiten ein beschleunigtes Verfahren zur Verfügung. Die *expedited proceedings* erlauben es dem Verkäufer, der sich mit einem vollzugsunwilligen Käufer konfrontiert sieht, auf Realerfüllung (und eventualiter Schadenersatz) zu klagen und innerhalb einiger Wochen bzw. weniger Monate ein erstinstanzliches Urteil zu erlangen<sup>133</sup>. Selbst ein Appeal gegen das erstinstanzliche Urteil wird vom Delaware Supreme Court innert kurzer Frist abgehandelt<sup>134</sup>. Damit ein Gesuch auf beschleunigtes Verfahren bewilligt wird, muss der Verkäufer einen Anspruch („sufficiently colorable claim“) und einen drohenden, nicht wiedergutzumachenden Nachteil („sufficient possibility of a threatened irreparable injury“) glaubhaft machen, sodass die Zusatzkosten und Prozessrisiken, die mit dem beschleunigten Verfahren für den Beklagten und die Allgemeinheit verbunden sind, im Sinne einer Interessenabwägung ge-

---

<sup>133</sup> Illustrativ sei auf den Fall *AB Stable* verwiesen, in welchem die Verkäuferin am 24. April 2020 vor dem Delaware Court of Chancery Klage auf Realerfüllung, eventualiter Schadenersatz, einreichte. Das Gericht führte am 8. Mai 2020 ein Hearing betreffend das Gesuch der Verkäuferin auf expedited proceedings durch und genehmigte dieses. Die eigentliche Verhandlung (Trial) fand im August 2020 statt. Das Urteil wurde schliesslich am 30. November 2020 gefällt; siehe *AB Stable*, Delaware Court of Chancery, 101 ff.

<sup>134</sup> Im Fall *AB Stable* datiert das Urteil des Delaware Supreme Court vom 8. Dezember 2020.

rechtfertigt erscheinen<sup>135</sup>. Gleichzeitig muss der vom Verkäufer für das beschleunigte Verfahren beantragte Zeitplan angesichts der Komplexität und der erforderlichen Beweisführung (discovery) machbar erscheinen. Diese Voraussetzungen werden nicht immer als erfüllt betrachtet, namentlich wenn es die Verkäuferin versäumt, kurzfristig Klage zu erheben, nachdem klar wurde, dass der Käufer den Vollzug verweigert<sup>136</sup>. Ungeachtet dessen stellt die gerichtliche Streiterledigung mittels expedited proceedings in vielen Fällen ein effizientes Mittel dar, um innert nützlicher Frist Klarheit darüber zu schaffen, ob eine M&A-Transaktion vollzogen werden muss oder nicht<sup>137</sup>.

### 3. Lösungsansätze unter Schweizer Recht

#### a) Rechtsschutz in klaren Fällen (Art. 257 ZPO)

Auch das Schweizer Zivilprozessrecht stellt mit dem Rechtsschutz in klaren Fällen ein besonderes Summarverfahren zur Verfügung, welches dem Kläger bei klarer Rechts- und Sachlage rasch zu einem rechtskräftigen und vollstreckbaren Entscheid verhilft<sup>138</sup>. Verfahrensvoraussetzung ist u.a., dass der Sachverhalt unbestritten oder sofort beweisbar und die Rechtslage klar ist<sup>139</sup>. Fehlen diese Voraussetzungen, ergeht ein Nichteintretensentscheid<sup>140</sup>. Zudem steht das Verfahren vor staatlichen Gerichten grundsätzlich nicht zur Verfügung, wenn die Parteien eine gültige Schiedsvereinbarung getroffen haben<sup>141</sup>.

---

<sup>135</sup> Siehe *Juweel Investors Ltd. v. Carlyle Roundtrip, L.P.*, C.A. No. 2020-0338-JRS (Del. Ch. May 14, 2020), 11 ff. (abrufbar unter <https://static.reuters.com/resources/media/editorial/20200515/juweelvcarlyle--ruling.pdf>).

<sup>136</sup> Im Fall *Juweel Investors* z.B. wartete die Verkäuferin mit ihrer Klage (11. Mai 2020) rund einen Monat zu, nachdem die Käuferin am 8. April 2020 einen Material Adverse Change erklärt hatte. Gleichzeitig beantragte die Verkäuferin in ihrer Klage ein Urteil bis zum 30. Juni 2020. Das Gericht wies das Gesuch um expedited proceedings ab. Auch in *Snow Phipps* wies das Delaware Court of Chancery ein erstes Gesuch auf beschleunigtes Verfahren ab, da der Fall zu komplex erschien.

<sup>137</sup> Neben *AB Stable* wurden im Zusammenhang mit der COVID-19-Pandemie die expedited proceedings auch in einigen anderen Fällen bewilligt, u.a. in *Realogy v. SIRVA* oder in *Forescout Technologies v. Ferrari Group*.

<sup>138</sup> Siehe Komm. ZPO-Sutter-Somm/Lötscher, Art. 257, N 1.

<sup>139</sup> Art. 257 Abs. 1 der Schweizerischen Zivilprozessordnung vom 19. Dezember 2008 (Zivilprozessordnung, ZPO, SR 272).

<sup>140</sup> Siehe Komm. ZPO-Sutter-Somm/Lötscher, Art. 257, N 4 mit Hinweis auf eine abweichende Lehrmeinung.

<sup>141</sup> Siehe Tschäni/Frey/Müller, Rz. 154.

Die Voraussetzungen des liquiden Sachverhaltes und der klaren Rechtslage dürften in einer Streitigkeit um die Frage, ob eine M&A-Transaktion trotz einer erheblichen Veränderung der Verhältnisse zu vollziehen ist, nur ausnahmsweise erfüllt sein. Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung ist der Sachverhalt i.S.v. Art. 257 ZPO dann sofort beweisbar, wenn er ohne zeitliche Verzögerung und ohne besonderen Aufwand nachgewiesen werden kann<sup>142</sup>. Damit sind z.B. Gerichtsgutachten bezüglich der Auswirkungen einer Verhältnisänderung auf das Zielunternehmen regelmässig ausgeschlossen<sup>143</sup>. Auch ist die Rechtsfrage, ob eine Verhältnisänderung einen Material Adverse Change i.S. einer vertraglichen No MAC-Bedingung darstellt oder aufgrund der *clausula rebus sic stantibus* eine Vertragsanpassung nach dem hypothetischen Parteiwillen indiziert, offensichtlich nur in den seltensten Fällen klar zu beantworten. Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung ist die Rechtslage i.S.v. Art. 257 ZPO nämlich nur dann klar, wenn die Anwendung und Auslegung einer Norm, namentlich aufgrund ihres Wortlauts, der Rechtsprechung und der bewährten Lehre, zu keinem Zweifel Anlass gibt, und sofern sich die Rechtsfolge ohne weiteres daraus ergibt und die Rechtsanwendung damit zu einem eindeutigen Ergebnis führt<sup>144</sup>. Davon dürfte man in einer Pre-Closing-Auseinandersetzung regelmässig weit entfernt sein. Alles in allem stellt das Institut des Rechtsschutzes in klaren Fällen im vorliegenden Zusammenhang kaum je einen erfolgversprechenden Weg dar, um eine Vollzugsstreitigkeit innert nützlicher Frist zur Beurteilung zu bringen.

b) *Vorsorglicher Rechtsschutz (Art. 261 ZPO)*

Ein weiteres theoretisch denkbares Institut, womit eine Partei versuchen könnte, den Vollzug einer streitigen M&A-Transaktion zu erzwingen, stellt die vorsorgliche Massnahme dar. Nach Art. 261 ZPO trifft das Gericht die notwendigen vorsorglichen Massnahmen, wenn die gesuchstellende Partei glaubhaft macht, dass ein ihr zustehender Anspruch verletzt ist oder eine Verletzung zu befürchten ist und ihr aus der Verletzung ein nicht leicht wiedergutzumachen-

---

<sup>142</sup> Siehe z.B. BGE 138 III 620 E. 5.1.1 S. 621.

<sup>143</sup> Gemäss Komm. ZPO-Sutter-Somm/Lötscher, Art. 257, N 5, sind Expertisen im Verfahren nach Art. 257 ZPO generell ausgeschlossen. Gerade im Zusammenhang mit Verhältnisänderungen und deren Auswirkungen auf die Zielgesellschaft sind Gutachten jedoch ein wesentliches Beweismittel, wie die einschlägigen Entscheide des Delaware Court of Chancery und des Ontario Superior Court zeigen, in welchen jeweils zahlreiche Gutachten und Gegengutachten im Detail analysiert und gewürdigt wurden.

<sup>144</sup> Siehe Komm. ZPO-Sutter-Somm/Lötscher, Art. 257, N 9 ff. m.w.H.

der Nachteil droht. Vorsorgliche Massnahmen nach Art. 261 ZPO sind auch dann möglich, wenn die Parteien eine Schiedsvereinbarung geschlossen haben<sup>145</sup>.

Sind die Voraussetzungen für den Erlass vorsorglicher Massnahmen erfüllt, stehen sog. Sicherungsmassnahmen im Vordergrund. Denkbar wäre im M&A-Kontext z.B. eine Anordnung an den Verkäufer, die Anteile der verkauften Gesellschaft bis zur endgültigen Beurteilung einer Pre-Closing-Streitigkeit zu hinterlegen. Grundsätzlich möglich sind auch Leistungsmassnahmen, d.h. Massnahmen, die zu einer vorläufigen Vollstreckung des behaupteten Anspruchs führen, wie z.B. die Anordnung an den Verkäufer, den Verkauf vorläufig zu vollziehen<sup>146</sup>. Allerdings werden Leistungsmassnahmen mit grosser Zurückhaltung angeordnet, namentlich wenn sie das Hauptsachenurteil vorwegnehmen und präjudizieren<sup>147</sup>. Im Übrigen wäre die vorläufige Anordnung zur Leistung einer Geldzahlung – im vorliegenden Zusammenhang also die Anordnung des Massnahmengerichts an den Unternehmenskäufer, den Kauf zu vollziehen und den Kaufpreis an den Verkäufer zu bezahlen – nicht möglich, weil Anordnungen zur Geldleistung nur in den vom Gesetz bestimmten Fällen möglich sind<sup>148</sup>. Somit ist auch einstweiliger Rechtsschutz, abgesehen von Schutzmassnahmen, für die Parteien und namentlich für den Verkäufer kein aussichtsreicher Weg, um kurzfristig den Vollzug einer streitigen M&A-Transaktion zu erzwingen.

### c) *Fast Track Arbitration*

Für die rasche Beurteilung von Pre-Closing-Streitigkeiten bietet sich die Fast Track Arbitration an<sup>149</sup>. Dabei handelt es sich um ein Schiedsverfahren, in welchem die Fristen für die Einleitung des Verfahrens, die Bestellung des Schiedsgerichts, den Schriftenwechsel sowie den Erlass des Schiedsspruchs erheblich verkürzt sind<sup>150</sup>. Des Weiteren können die Anzahl von Schiedsrichtern, Schriftenwechseln und mündlichen Verhandlungen begrenzt werden. Ferner wäre es z.B. denkbar, den oder die Schiedsrichter bereits in der Schiedsklausel zu bezeichnen und nach dem Signing der Transaktion mit der Dokumentation auszustatten.

---

<sup>145</sup> Siehe Tschäni/Frey/Müller, Rz. 182.

<sup>146</sup> Siehe Art. 262 lit. d ZPO.

<sup>147</sup> Siehe Komm. ZPO-Huber, Art. 262, N 15 ff. m.w.H.

<sup>148</sup> Art. 262 lit. e ZPO; siehe dazu Komm. ZPO-Huber, Art. 262, N 22 f.

<sup>149</sup> Siehe zum Folgenden ausführlich Tschäni/Frey/Müller, Rz. 207 ff.

<sup>150</sup> Tschäni/Frey/Müller, Rz. 208.



Die Fast Track Arbitration kann sowohl im Rahmen eines institutionellen Schiedsverfahrens als auch *ad hoc* erfolgen. Ein beschleunigtes Verfahren sehen z.B. auch die Swiss Rules (Internationale Schweizerische Schiedsordnung) der Schweizerischen Handelskammern<sup>151</sup> vor. Darin sind nur ein Schriftenwechsel und eine mündliche Verhandlung vorgesehen<sup>152</sup>. Ferner muss der Schiedsspruch innerhalb von sechs Monaten seit Zustellung der Akten an das Schiedsgericht vorliegen<sup>153</sup>. Des Weiteren wird der Schiedsspruch im Verfahren der Swiss Rules nicht noch durch eine Schiedsinstitution überprüft<sup>154</sup>. Zusätzlich drängt sich auf, dass die Parteien, soweit möglich, auf die Anfechtung des Schiedsspruchs verzichten<sup>155</sup>. Ansonsten droht eine mehrmonatige Verfahrensverzögerung, sollte eine Partei das Schiedsurteil anfechten<sup>156</sup>.

Die Fast Track Arbitration, sei dies im Rahmen eines institutionellen Verfahrens oder *ad hoc*, scheint für Pre-Closing-Streitigkeiten und namentlich für die Beurteilung, ob eine No MAC-Bedingung oder eine Covenant Compliance Condition erfüllt ist und die Parteien zum Vollzug verpflichtet sind, geradezu prädestiniert<sup>157</sup>. Je nach Ausgestaltung ermöglicht das Verfahren einen rechtskräftigen und vollstreckbaren Schiedsspruch innerhalb von sechs bis zwölf Monaten. Allerdings müssen die Parteien bereit sein, die notwendigen Ressourcen bereitzuhalten (und entsprechenden Kosten zu tragen), um innert den kurzen Fristen den Sachverhalt zu ermitteln, die Beweismittel zu sammeln und ihre Rechtsschriften zu verfassen. Auch ist das beschleunigte Verfahren mit gewissen Prozessrisiken behaftet; dies namentlich für die beweisbelastete Partei – im vorliegenden Zusammenhang insbesondere den Verkäufer, der die Beweislast dafür trägt, dass die Vollzugsbedingungen eingetreten sind<sup>158</sup>.

Auch wenn sich das beschleunigte Schiedsverfahren für die Beurteilung von Pre-Closing-Streitigkeiten aufdrängt, wird es in der Praxis nur selten vorgesehen. Dies dürfte natürlich auch damit zusammenhängen, dass in der Schwei-

---

<sup>151</sup> Vgl. [www.swissarbitration.org](http://www.swissarbitration.org).

<sup>152</sup> Art. 42(1)(b) und (c) Swiss Rules.

<sup>153</sup> Art. 42(1)(d) Swiss Rules.

<sup>154</sup> Dies im Unterschied zur Schiedsordnung der ICC, welche daher für Fast Track Arbitration weniger geeignet erscheint; siehe Tschäni/Frey/Müller, Fn. 364.

<sup>155</sup> Ein Verzicht ist nach Schweizer Recht nur möglich, wenn keine der Parteien ihren Wohnsitz, gewöhnlichen Aufenthalt oder eine Niederlassung in der Schweiz hat; siehe Art. 192 des Bundesgesetzes über das Internationale Privatrecht vom 18. Dezember 1987 (IPRG, SR 291).

<sup>156</sup> Tschäni/Frey/Müller, Rz. 217.

<sup>157</sup> Tschäni/Frey/Müller, Rz. 213.

<sup>158</sup> Zur Beweislast mit Bezug auf die übliche No MAC-Bedingung siehe [II.3.a](#)) oben.

zer M&A-Praxis, namentlich in kleineren und mittleren Transaktionen, selten No MAC-Klauseln oder ähnliche Bedingungen Eingang in den Vertrag finden, womit auch das Risiko von Streitigkeiten vor dem Vollzug geringer ist.

d) *MAE Reverse Termination Fee*

Eine weitere Möglichkeit, mit der sich Verkäufer bzw. Zusammenschlussparteien davor schützen können, dass die Gegenpartei leichthin ein Material Adverse Change erklärt und die Transaktion zu beenden versucht, könnte darin bestehen, eine „MAE Reverse Termination Fee“ zu vereinbaren. In einer solchen Vereinbarung verpflichtet sich der Käufer, dem Verkäufer einen bestimmten Geldbetrag zu bezahlen, falls der Käufer die Transaktion gestützt auf die No MAC-Bedingung beendet und nicht vollzieht<sup>159</sup>. In ihrer Höhe würde die Fee so bemessen, dass sie für den Käufer i.S. einer Wesentlichkeitsschwelle einen Anreiz setzt, die Transaktion trotz einer nachteiligen Veränderung zu vollziehen, solange deren finanzielle Auswirkungen weniger hoch sind als die Reverse Break Fee.

Reverse Break Fees haben sich in internationalen Grosstransaktionen im Zusammenhang mit regulatorischen Bewilligungen etabliert<sup>160</sup>. Mit den als Antitrust Reverse Termination Fees (ARTF) bezeichneten Abstandszahlungen soll dem Käufer ein Anreiz gesetzt werden, Bedingungen und Auflagen, die sich für den Erhalt behördlicher Bewilligungen als notwendig erweisen, anzubieten bzw. zu akzeptieren. Im Zusammenhang mit No MAC-Klauseln und ähnlichen Bedingungen hingegen wurde die Reverse Termination Fee bislang nicht bzw. jedenfalls nicht breit eingesetzt.

## VII. Schlussfolgerungen

M&A-Transaktionen stellen bis zu einem gewissen Grad stets eine unternehmerische Wette auf die Zukunft dar. Die Transaktion an sich, der vereinbarte Preis und die übrigen Konditionen spiegeln die zukunftsbezogenen Annahmen und Einschätzungen. Erweisen sich diese Annahmen und Einschätzungen als unzutreffend, weil sich die allgemeinen wirtschaftlichen Verhältnisse oder das Zielunternehmen zwischen dem Abschluss und dem Vollzug einer Transaktion wesentlich verändern, stellt sich für die eine oder die andere Partei die Frage, ob sie aus der Transaktion aussteigen oder zumindest die Konditionen anpassen kann. Der Ausbruch der COVID-19-Pandemie im Frühling 2020 hat

---

<sup>159</sup> Zur Qualifikation der Reverse Termination Fee als echte oder unechte Konventionalstrafe oder als selbstständiges Strafversprechen siehe Gerhard, 413 f. m.w.H.

<sup>160</sup> Siehe dazu Tschäni/Diem, Megadeals, 47 ff.

dies eindrücklich vor Augen geführt. Auch die zwischenzeitlichen makroökonomischen und geopolitischen Entwicklungen – Lieferkettenprobleme, Inflation, sich abzeichnende Energieengpässe, Krieg in der Ukraine oder damit zusammenhängende Sanktionen, um nur die wichtigsten zu nennen – dürften dazu führen, dass sich die Marktteilnehmer auch in absehbarer Zukunft weiterhin mit dem Thema „M&A in Uncertain Times“ konfrontiert sehen werden.

Zur Absicherung vor Veränderungen zwischen Signing und Closing steht die No MAC-Bedingung im Vordergrund. Sie gestattet dem Käufer eines Unternehmens oder einer Zusammenschlusspartei, die Transaktion zu beenden, wenn das Zielunternehmen von wesentlichen nachteiligen Veränderungen betroffen ist. Allerdings sind die Anforderungen, welche die US-amerikanischen und kanadischen Gerichte an einen Material Adverse Change stellen, mit Bezug auf die Wesentlichkeit in quantitativer und zeitlicher Hinsicht hoch. Auch qualifizieren systemische Risiken, wie z.B. Kriegausbrüche oder Pandemien, regelmässig gerade nicht als MAC, es sei denn, die Zielgesellschaft sei im Vergleich zu ihren Peers disproportional betroffen. Wie ein Schweizer Gericht oder Schiedsgericht eine Material Adverse Change-Bedingung unter Schweizer Recht auslegen würde, ist offen. Auch bei öffentlichen Kaufangeboten, die regelmässig eine No MAC-Bedingung enthalten, fehlt es bislang an einem Lackmustest, da auch im Übernahmerecht bislang noch nie ein Material Adverse Change ausgerufen wurde. Aus den US-amerikanischen Fällen lassen sich jedoch gewisse Überlegungen ableiten und Lehren für die Vertragsredaktion gewinnen<sup>161</sup>.

Wie die US-amerikanischen Erfahrungen während der COVID-19-Pandemie zeigen, wurde der Grossteil der dortigen Transaktionen gestützt auf die *Covenant Compliance Condition* beendet bzw. zu beenden versucht. Diese erlaubt dem Käufer bzw. einer Zusammenschlusspartei den Ausstieg aus der Transaktion, wenn die Gegenpartei das Geschäft der Zielgesellschaft während der Schwebezeit nicht im ordentlichen Gang führt oder andere Interim Covenants verletzt. Nach Auffassung des Delaware Court of Chancery ist der Verkäufer unter dem Interim Operating Covenant verpflichtet, das Geschäft in der ordentlichen Routine weiterzuführen. Weicht er von der Routinegeschäftsführung ab und verändert sich das Geschäft der Zielgesellschaft dadurch in substanzieller Weise, so ist die Bedingung nicht erfüllt, selbst wenn die Massnahmen angesichts der Umstände unternehmerisch sinnvoll oder gar geboten erscheinen. Ob dies ein Schweizer Gericht oder Schiedsgericht auch so sehen würde, ist wiederum offen. Entscheidend sind die konkrete Vertragsgestaltung

---

<sup>161</sup> Ähnliche Überlegungen und Lehren lassen sich für die Bring-Down Condition ableiten; siehe dazu IV oben.

und die gesamten Umstände des Einzelfalles. Von Bedeutung ist namentlich auch das Verhalten der Parteien, nachdem sich die Krise manifestiert – namentlich, ob sie das Problem in guten Treuen gemeinsam angehen oder umgekehrt bereits Anstalten treffen, um aus der Transaktion auszusteigen.

No MAC-Bedingungen, Covenant Compliance-Bedingungen sowie Bring-Down Conditions sind insbesondere in kleineren oder mittleren Schweizer M&A-Transaktionen vergleichsweise selten. Fehlt es an einer solchen Bedingung, so stellt sich die Frage, ob der Käufer bzw. eine Zusammenschlusspartei auf gesetzliche Konzepte zurückgreifen kann, um die Transaktion nicht vollziehen zu müssen oder zumindest die Konditionen anzupassen. Im Vordergrund steht dabei die *clausula rebus sic stantibus*. Danach kann eine Partei den Vertrag gerichtlich nach dem hypothetischen Parteiwillen anpassen lassen, wenn ein Festhalten am Vertrag zu den vereinbarten Konditionen aus Sicht der Gegenpartei als rechtsmissbräuchlich erscheint. Die *clausula* steht von vornherein nur zur Verfügung, wenn die Parteien keine vertraglichen Anpassungs- oder Beendigungsrechte vorsehen. Allerdings ist gegebenenfalls zu prüfen, ob die Parteien, indem sie im Vertrag auf Bedingungen oder Anpassungen verzichteten, eine Anpassung an veränderte Verhältnisse auch gestützt auf die *clausula* ausschliessen wollten oder nicht. Die Frage ist durch Auslegung anhand der relevanten Umstände zu ermitteln. In jedem Fall dürfte die Anrufung der *clausula rebus sic stantibus* regelmässig ein schwieriges Unterfangen darstellen. Des Weiteren kann ein Käufer bzw. eine Zusammenschlusspartei versuchen, den Vertrag gestützt auf *Grundlagenirrtum* oder *absichtliche Täuschung* anzufechten. Ein solcher Versuch wird allerdings kaum Aussichten auf Erfolg haben, wenn sich der Irrtum ausschliesslich auf die Entwicklungen nach dem Signing bezieht, denn künftige Entwicklungen (sei des im Allgemeinen oder bezüglich der Zielgesellschaft) kann man nicht als sicher betrachten. Auch die Berufung auf die Unmöglichkeit der Vertragserfüllung wird im vorliegenden Zusammenhang meistens scheitern. Zusammenfassend sind die Möglichkeiten für einen Käufer oder eine Zusammenschlusspartei, aufgrund veränderter Verhältnisse aus einer M&A-Transaktion auszusteigen oder deren Konditionen anzupassen, überaus limitiert, wenn auf eine entsprechende Vollzugsbedingung verzichtet wurde.

Verweigert der Käufer im Unternehmenskauf den Vollzug z.B. gestützt auf eine No MAC-Bedingung, so ist der Verkäufer für die Durchsetzung der gesetzlich vorgesehenen Rechtsbehelfe, insbesondere für den Realvollzug, auf die staatlichen Gerichte oder ein Schiedsgericht angewiesen. Ein entsprechendes Verfahren nimmt bis zum Urteil Monate oder gar Jahre in Anspruch, und der Ausgang ist unsicher. Im Unterschied zur Situation im US-amerikanischen Bundesstaat Delaware, welcher u.a. für solche Pre-Closing-Streitigkeiten die

expedited proceedings vorsieht, fehlt unter Schweizer Recht ein passendes Verfahren zur beschleunigten Beurteilung solcher Auseinandersetzungen vor staatlichen Gerichten. Demgegenüber erscheint die Fast Track Arbitration, sei dies im Rahmen eines institutionellen Verfahrens oder *ad hoc*, für Pre-Closing-Streitigkeiten und namentlich für die Beurteilung, ob eine No MAC-Bedingung oder eine Covenant Compliance Condition erfüllt ist und die Parteien zum Vollzug verpflichtet sind, geradezu prädestiniert. Je nach Ausgestaltung ermöglicht das beschleunigte Schiedsverfahren einen rechtskräftigen und vollstreckbaren Schiedsspruch innerhalb von sechs bis zwölf Monaten. Es bleibt abzuwarten, ob sich die Marktteilnehmer in einem absehbar unsicheren M&A-Umfeld in Zukunft vermehrt auf die Fast Track Arbitration einlassen werden, soweit Streitigkeiten zu beurteilen sind, die vor dem Vollzug beurteilt werden müssen.

## Literaturverzeichnis

- Blum Oliver, Internationaler Vergleich typischer Klauseln aus M&A-Verträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XVII*, Zürich/Basel/Genf 2015, 227 ff.
- Diem Hans-Jakob, Leistungsstörungen und Rechtsbehelfe im Unternehmenskauf, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XXII*, Zürich/Basel/Genf 2021, 7 ff.
- Dholakia Gaureng/White Lindsey, More than \$100B of M&A deals terminated amid 'new world order' of COVID-19, S&P Global Market Intelligence, 25. Juni 2020, abrufbar unter [www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/more-than-100b-of-m-a-deals-terminated-amid-new-world-order-of-covid-19-59143275](https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/more-than-100b-of-m-a-deals-terminated-amid-new-world-order-of-covid-19-59143275).
- Eggen Mirjam, Die Vertragsaufhebung nach CISG, Jusletter, 27. Februar 2017.
- Emmerich Adam O./Norwitz Trevor S., M&A Lessons from the COVID Crisis, in: ICLG.com (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions 2021*, 1 ff.
- Ernst Wolfgang, Haftung und Gefahrtragung beim Aktienkauf, in: Wiegand Wolfgang/Koller Thomas/Walter Hans Peter (Hrsg.), *Tradition mit Weitsicht*, Festschrift für Eugen Bucher zum 80. Geburtstag, Bern 2009, 89 ff.
- Gerhard Frank, A party without a cake is just a meeting – Fremdfinanzierte Akquisitionen in Krisenzeiten, *GesKR* 2021, 408 ff.
- Gauch Peter/Schluep Walter/Schmid Jörg/Emenegger Susan, *Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil*, 11. A., Zürich 2020.
- Gericke Dieter/Wiedmer Karin, *Kommentar Übernahmeverordnung (UEV)*, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2020.
- Haefeli Andrea/Galli Dario/Vischer Markus, Anpassung privatrechtlicher Verträge infolge von COVID-19, in: Helbing Lichtenhahn Verlag (Hrsg.), *COVID-19, Ein Panorama der Rechtsfragen zur Corona-Krise*, Basel 2020, 1 ff.

- Huguenin Claire/Maissen Eva/Meise Barbara/Hubert-Putschert Tina, Obligationenrecht: Allgemeiner und Besonderer Teil, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2019.
- Limardo Mark/Neidell Michael/Freedman Zachary, COVID-19's Impact on Buyer's Obligations to Close, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, abrufbar unter <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/01/12/covid-19s-impact-on-buyers-obligation-to-close/>.
- Martel Andrea/Gratwohl Natalie, Die Migros ist Globus nun definitiv los, NZZ vom 20. Mai 2020, <[www.nzz.ch/wirtschaft/nach-nachverhandlungen-die-migros-ist-globus-los-geworden-ld.1557535](http://www.nzz.ch/wirtschaft/nach-nachverhandlungen-die-migros-ist-globus-los-geworden-ld.1557535)>.
- Schärer Heinz/Gross Balz, Pacta sunt servanda – von der Realerfüllung des Unternehmenskaufs und deren prozessualer Durchsetzung, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVI, Zürich/Basel/Genf 2014, 127 ff.
- Schenker Urs, Unternehmenskauf – Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016 (zit. Schenker, Unternehmenskauf).
- Schenker Urs, Veränderungen des Unternehmens zwischen Signing und Closing, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVIII, Zürich 2016, 279 ff. (zit. Schenker, Veränderungen).
- Schenker Urs/Viktoriya Chernaya, LVMH und Tiffany, Findet die Übernahme statt oder geht sie in der Pandemie unter, GesKR 2020, 528 ff.
- Schleiffer Patrick, No Material Adverse Change, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, 53 ff.
- Subramanian Guhan/Petrucci Caley, Deals in the Time of Pandemic, Columbia Law Review Vol. 121, June 2021, 1405 ff.
- Sutter-Somm Thomas/Lötscher Cordula, Kommentar zu Art. 257 ZPO, in: Sutter-Somm Thomas/Hasenböhler Franz/Leuenberger Christoph (Hrsg.), Kommentar zur Schweizerischen Zivilprozessordnung (ZPO), 3. A., Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. Komm. ZPO-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, 20 Jahre Megadeals, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XX, Zürich/Basel/Genf 2018, 7 ff. (zit. Tschäni/Diem, Megadeals).
- Tschäni Rudolf, Vollzug von Aktienkäufen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XV, Zürich/Basel/Genf 2013, 91 ff. (zit. Tschäni/Diem, Vollzug).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2020.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zürich 2021.
- Tschäni Rudolf/Frey Harold, Streiterledigung in M&A-Transaktionen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XV, Zürich/Basel/Genf 2010, 33 ff.
- Tschäni Rudolf/Frey Harold/Müller Dominique, Streitigkeiten aus M&A-Transaktionen, Zürich/Basel/Genf 2013.

- Tschäni Rudolf/Wolf Matthias, Vertragliche Gewährleistung und Garantien – Typische Vertragsklauseln, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich/Basel/Genf 2006, 93 ff.
- Waser Astrid, Entwicklungen in der Fusionskontrolle, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXI, Zürich/Basel/Genf 2019, 97 ff.
- Watter Rolf/Schneller Yves, Umgang mit Vollzugs- und Übertragungsrisiken in M&A-Verträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IX, Zürich/Basel/Genf 2007, 223 ff.
- Weinstein Gail/Richter Philip/Epstein Steven, First COVID-19 M&A Decision, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, abrufbar unter: <<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/12/23/first-covid-19-ma-decision/>>.
- Wiegand Wolfgang, Kommentar zu Art. 97-98 und 119 OR, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I (Art. 1-529 OR), 7. A., Basel 2020 (zit. BSK OR I-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Wolf Matthias, Rücktritt von der Unternehmensübernahme wegen Material Adverse Change: Akorn v. Fresenius Kabi, GesKR 2019, 125 ff.
- Wolfer Marc, Die vertragliche Regelung der Vertragsauflösung „aus wichtigem Grund“, AJP 2014, 621 ff.





# M&A und Aktivismus unter dem neuen Aktienrecht

Dieter Gericke\*

## Inhalt

I.	<a href="#">Einführung: Aktienrecht als Werkzeugkasten</a>	58
II.	<a href="#">Neue Werkzeuge bei Mergers &amp; Acquisitions</a>	61
1.	<a href="#">Aktienspaltung und –zusammenlegung</a>	61
a)	<a href="#">Aktienspaltung (Share Split)</a>	61
b)	<a href="#">Aktienzusammenlegung (Reverse Share Split)</a>	63
2.	<a href="#">Kapitalveränderungen</a>	63
a)	<a href="#">Abschaffung der Sachübernahme</a>	63
b)	<a href="#">Sechs Monate für die Durchführung der ordentlichen Kapitalerhöhung</a>	65
c)	<a href="#">Ersatz des genehmigten Kapitals durch das Kapitalband</a>	65
d)	<a href="#">Erweiterung des Anwendungsbereich des bedingten Kapitals</a>	67
e)	<a href="#">Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag</a>	68
3.	<a href="#">Weitere Änderungen</a>	69
a)	<a href="#">Partizipationskapital</a>	69
b)	<a href="#">Echte Zwischendividenden</a>	70
c)	<a href="#">Dekotierung</a>	70
III.	<a href="#">Neue Werkzeuge bei Aktionärsaktivismus</a>	71
1.	<a href="#">Einführung</a>	71
2.	<a href="#">Informations- und Kontrollrechte Art. 697, 697a ff., 699a, 702 nOR</a>	73
a)	<a href="#">Auskunfts- und Einsichtsrecht bei börsenkotierten Gesellschaften</a>	73
b)	<a href="#">Auskunfts- und Einsichtsrecht bei nicht kotierten Gesellschaften</a>	74
c)	<a href="#">Sonderuntersuchung bei börsenkotierten Gesellschaften</a>	74
d)	<a href="#">Frist für die Erstellung des Generalversammlung-Protokolls</a>	74
3.	<a href="#">Mitwirkungsrechte</a>	75
a)	<a href="#">Einberufungsrecht</a>	75
b)	<a href="#">Traktandierungsrecht</a>	75
c)	<a href="#">Dekotierung</a>	76
4.	<a href="#">Klagerechte/Gesellschaftsklage</a>	76
5.	<a href="#">M&amp;A-Instrumente und Aktionärsaktivismus</a>	78
a)	<a href="#">Abwehr von Aktionärsaktivisten</a>	78
b)	<a href="#">„Waffen“ in der Hand des Aktionärsaktivisten</a>	79
IV.	<a href="#">Würdigung</a>	79

---

\* Der Autor dankt Géraldine Danuser, MLaw, und Michele Fazari, MLaw, für die kritische Durchsicht und Unterstützung bei der Erstellung des Fussnotenapparats. Dieser Beitrag stützt sich auf das Referat des Autors anlässlich der 23. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions des Europa Instituts an der Universität Zürich vom 2. September 2020.

## I. Einführung: Aktienrecht als Werkzeugkasten

Mit Schlussabstimmung vom 19. Juni 2020 haben die Eidgenössischen Räte die Aktienrechtsnovelle verabschiedet. Damit geht eine rund 20-jährige Revisionsgeschichte zu Ende. Diese begann mit ersten Aufträgen an Experten, im Rahmen welcher beispielsweise das Institut des Kapitalbands entwickelt wurde.<sup>1</sup>

Die Aktiengesellschaft ist in der Schweiz die juristische Person schlechthin. Was Konzeption und Möglichkeiten betrifft, ist die Aktiengesellschaft die einzige Rechtsform, welche sich für grössere und komplexere Investitionen eignet. Der wirtschaftliche Aufschwung im Industriezeitalter und auch heutige Erfolge von Unternehmen wie Nestlé, Amazon oder Tesla wären ohne zwei wesentliche juristische Erfindungen nicht denkbar. Die eine ist das Immaterialgut und dessen Schutz, die andere die juristische Person. Da allein das Vermögen der juristischen Person für ihre Verpflichtungen in Anspruch genommen werden kann, lässt sich mit ihr der unterschiedliche finanzielle Einsatz verschiedenster, einander nicht einmal bekannter Personen bündeln und für risikobehaftete Tätigkeiten und Projekte einsetzen. Diese juristische Person heutigen Zuschnitts wurde im 19. Jahrhundert entwickelt. Dabei gab es zwei bis heute prägende Theorien. Hauptvertreter der sogenannten *Fiktions-theorie* war Friedrich Carl von Savigny (1779 bis 1861).<sup>2</sup> Er vertrat den pragmatischen Ansatz, dass die juristische Person ein Instrument zur Entfaltung des Menschen sei und ihr schlicht diejenigen Eigenschaften, Rechte und Pflichten zukommen, die man ihr rechtssetzend zuweist. Dies kommt in den folgenden Zitaten zum Ausdruck:

*„Die Rechtsfähigkeit wurde oben dargestellt als zusammenfallend mit dem Begriff des einzelnen Menschen (§ 60). Wir betrachten die jetzt als ausgedehnt auf künstliche, durch blosse Fiction angenommene Subjecte. Ein solches Subject nennen wir eine juristische Person, d.h. eine Person welche bloss zu juristischen Zwecken abgenommen wird. In ihr finden wir einen Träger von Rechtsverhältnissen nach neben dem einzelnen Menschen.“*<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Vgl. von der Crone Hans Caspar, Aktienrecht, 2. A., Bern 2020, § 14 Rz. 690 m.w.H.

<sup>2</sup> Vgl. Baldegger Mirjam, Menschenrechtsschutz für juristische Personen in Deutschland, der Schweiz und den Vereinigten Staaten, Begründungsmodelle der korporativen Menschenrechtsträgerschaft, Berlin 2017, 57.

<sup>3</sup> Von Savigny Friedrich Karl, System des heutigen römischen Rechts: Die Rechtsverhältnisse, Berlin 1840, 236.

„Alles Recht ist vorhanden um der sittlichen, jedem einzelnen Menschen inwohnenden Freyheit willen.“<sup>4</sup>

Demgegenüber vertrat unter anderem Otto von Gierke eine idealistischere Meinung, die als *Realitätstheorie* bezeichnet wird.<sup>5</sup> Vom Verbandsgedanken her kommend bezeichnete er die juristische Person als reale Sache, namentlich eben der reale Verbund von mehreren Personen statt einer Einzelperson. Dieser Verbandsperson kommen natürlicherweise Eigenschaften, Rechte und Pflichten zu.

„Die Verbandsperson ist eine wirkliche und volle Person gleich der Einzelperson, jedoch im Gegensatz zu dieser eine zusammengesetzte Person.“<sup>6</sup>

Das allgemeine Recht der juristischen Personen, festgelegt in den Art. 52 ff. ZGB, folgt der Realitätstheorie, wie sich aus den betreffenden Gesetzesbestimmungen unschwer erkennen lässt. Beispielhaft formuliert dies Art. 53 ZGB: „Die juristischen Personen sind aller Rechte und Pflichten fähig, die nicht die natürlichen Eigenschaften des Menschen, wie das Geschlecht, das Alter oder die Verwandtschaft zur notwendigen Voraussetzung haben.“ Diese Grundlage würde offene, wenig fixierte Rechtsformen erlauben, die durch die juristischen Personen selber und die Praxis ausgestaltet und weiterentwickelt werden könnten. Von dieser Urkonzeption haben sich die als juristische Personen ausgestalteten Gesellschaftsformen des Obligationenrechts über die Jahrzehnte hinweg weit entfernt. Heute gilt gerade im Aktienrecht eine weitgehende Formenfixierung. Anders als sonst im Privatrecht wird der Grundsatz, dass erlaubt ist, was nicht verboten ist, nur bedingt befolgt. Im Allgemeinen gehen Gesetz und v.a. Handelsregisterpraxis eher davon aus, dass (nur) erlaubt bzw. möglich ist, was als Möglichkeit vom Gesetzgeber vorgesehen wurde. Über die Zeit hat sich das Gesellschaftsrecht somit faktisch den Rechtspositivismus der Fiktionstheorie zu eigen gemacht. Die Gesellschaftsformen des Obligationenrechts sind daher vergleichbar mit Werkzeugkästen. Fehlt dort Schraubenschlüssel Nummer vier, lassen sich die betreffenden Schrauben eben nicht bewegen.<sup>7</sup>

Der Werkzeugkasten der mit dem Aktienrecht von 1991 zur Verfügung gestellt worden ist, erscheint heute, 30 Jahre später, als veraltet und adressiert die

---

<sup>4</sup> Von Savigny Friedrich Karl, System des heutigen römischen Rechts: Die Rechtsverhältnisse, Berlin 1840, 2.

<sup>5</sup> Vgl. Tuor Peter et al., ZGB, Das Schweizerische Zivilgesetzbuch, 14. A., Zürich 2015, § 15 Rz. 6.

<sup>6</sup> Von Gierke Otto, Deutsches Privatrecht, 1. Band: Allgemeiner Teil und Personenrecht, Leipzig 1895, 470.

<sup>7</sup> Vgl. die detaillierte Analyse von Böckli Peter, Aktienrechtsrevision: Die Zwangsjacke wird enger geschnürt, GesKR 2011, 8 ff. *passim*.

praktischen Entwicklungen und Bedürfnisse nur ungenügend und mit rudimentären „Werkzeugen“. Die Rechtspraxis hat es jedoch trotz Widerstand geschafft, dank pragmatischer Auslegung und rechtlicher Macht des Faktischen, die notwendigsten Bedürfnisse abzudecken. Dabei hat das Bundesgericht im Bereich der Kapitalveränderungen schon früh, etwa im bis heute massgeblichen BGE 121 III 219, die Weichen in Richtung gesellschaftsrechtlicher Freiheit gestellt. Auch hat es Handelsregisterämter, die den Gesellschaften Grenzen zulässiger Gestaltung vor Augen führen wollten, wiederholt an die beschränkte Kognition erinnert.<sup>8</sup> Das neue Aktienrecht hat viele Elemente dieser Praxisentwicklung nun gesetzlich abgebildet, so etwa im Bereich der bedingten Kapitalerhöhung.<sup>9</sup> Auch wurden einzelne Werkzeuge neu eingeführt, namentlich das Kapitalband, welches das genehmigte Kapital ersetzen soll. Dabei blieb der Entwurf des Bundesrates in einigen Punkten hinter der heutigen Praxis zurück. Das Verdienst, dass doch kein Rückschritt hinter die heutige Praxis gemacht worden ist, kommt dabei wesentlich dem Parlament zu. Namentlich die nationalrätliche Kommission hat ungewöhnlich viele Verbesserungen ein- und durchgebracht. Aus einer Vorlage, zu welcher manche Kommentatoren meinten, man würde es besser beim geltenden Recht belassen, wurde eine gesetzliche Basis geschaffen, auf der aufgebaut werden kann.

Freilich reichte es nicht mehr für den grossen Wurf oder für Angleichungen an die neuen Möglichkeiten und Flexibilität, welche die modernen Gesellschaftsrechte vieler westlichen (einschliesslich kontinentaleuropäischen) und auch asiatischen Rechtsordnungen in den letzten zwanzig Jahren eingeführt haben. So fehlt beispielsweise immer noch die Möglichkeit, weitergehende Vorzugsrechte, etwa Erlöspräferenzen, in die Statuten aufzunehmen, oder es fehlt die Grundlage für den „*reverse triangular merger*“. Lässt man den Gesetzgebungsprozess Revue passieren, beschleicht einen das Gefühl, dass sich der Gesetzgeber als der gestrenge Vater sah, der dem Kind mitteilt, es müsse zufrieden sein mit dem mit Ecken und Kanten versehenen Grundwerkzeugsatz. Dies ist namentlich deswegen bedauerlich, weil es in der Schweiz keine Ausweichformen gibt. Die GmbH ist gar kleinkrämerisch aufgesetzt und Ansätze einer Flexibilisierung wurden mit Gegenregulierungen zunichtegemacht. Trotz alledem bringt das neue Aktienrecht ein paar Werkzeuge, welche auch bei Mergers & Acquisitions (M&A) von Bedeutung sein werden. Ausserdem werden sich Aktionärsaktivisten an den neuen Vorschriften erfreuen, welche sie mit geschärften Waffen versehen und umgekehrt die Gestaltungsfreiheit der Gesellschaften, und damit ihre Abwehrmöglichkeiten gegenüber Aktivisten und *Corporate Raiders*, einschränken.

---

<sup>8</sup> Vgl. BGE 114 II 68 E. 2 S. 70; BGE 117 II 186 E. 1 S. 188.

<sup>9</sup> Vgl. Gericke Dieter et al., Neues Aktienrecht – Tour d’Horizon, GesKR 2020, 328.

Im Folgenden sollen diese neuen Instrumente und Möglichkeiten im Kontext von M&A und Aktivismus (die sich bei börsenkotierten Gesellschaften kaum trennen lassen) dargestellt werden. Dies in der Überzeugung, dass es sich hierbei nur um einen ersten Einblick handelt, während das gelebte Recht wesentliche weitere und auch andere Entwicklungen erfahren wird.

## II. Neue Werkzeuge bei Mergers & Acquisitions

### 1. Aktienspaltung und –zusammenlegung

#### a) *Aktienspaltung (Share Split)*

Nach altem Recht muss jede Aktie einen Nennwert von mindestens 1 Rappen aufweisen (Art. 622 Abs. 4 OR). Im revidierten Recht wird zwar am Konzept des Nennwerts festgehalten, doch kann dieser beliebig tief angesetzt werden, solange er grösser als 0 ist (Art. 622 Abs. 4 nOR).

Diese Neuerung, die vor allem im Hinblick auf Börsengänge zwecks Spaltung von zu „schweren“ Aktien von bereits börsenkotierten Gesellschaften Anwendung finden wird, kann auch bei M&A-Transaktionen von Bedeutung sein. So erlaubt es die neue Regelung, *Umtauschverhältnisse* von Gesellschaften massgeschneidert festzulegen und so zum Beispiel die Spitzenproblematik (Aktienbruchteile) zu minimieren. Mit anderen Worten ist denkbar, dass vor einer Fusion oder vor einem privaten oder öffentlichen Tausch, die Austauschverhältnisse durch eine Aktienspaltung bei einer oder mehreren der beteiligten Gesellschaften angepasst werden.

#### b) *Aktienzusammenlegung (Reverse Share Split)*

Gemäss geltendem Recht bedarf die Zusammenlegung von Aktien „der Zustimmung des Aktionärs“ (Art. 623 Abs. 2 OR). Diese Vorschrift wurde von der älteren herrschenden Lehre stets so verstanden, dass jeder einzelne Aktionär der Zusammenlegung zustimmen muss.<sup>10</sup> Nicht einmal die Zustimmung zur entsprechenden Statutenänderung anlässlich der Beschlussfassung an der

---

<sup>10</sup> So etwa Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich 2009, § 4 Rz. 15; siehe auch Waldburger Martin, Art. 623, in: Vito Roberto/Hans Rudolf Trüb, Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Personengesellschaften und Aktiengesellschaft – Vergütungsverordnung, Art. 530-771 OR – VegÜV, 3. A., Zürich 2016, N 3.

Generalversammlung wurde für zureichend erachtet.<sup>11</sup> Damit sollte verhindert werden, dass ein Aktionär gezwungen werden kann, weitere Aktien dazukaufen, um auf eine ganze neue Aktie zu kommen oder seine Mitgliedschaft als „wohlerworbenes Recht“ verliert.<sup>12</sup> Diese unflexible Regelung hat immer wieder zu Problemen geführt. In der Praxis haben sich daher in jüngeren Jahren Verfahren etabliert, welche dem Schutzgedanken der Norm Rechnung tragen und dennoch keine Einzelzustimmung vorsahen. So wurde beispielsweise durch Zuteilung von eigenen Aktien oder von Aktien eines grösseren Aktionärs dafür gesorgt, dass jeder Aktionär mindestens eine neue Aktie erhalten würde.<sup>13</sup> In allerjüngster Zeit haben sich einzelne Handelsregisterämter, offenbar gestützt auf eine ablehnende Haltung des Eidgenössischen Amtes für das Handelsregister (EHRA), dieser Lösung verweigert. So kommt es, dass gewisse Publikumsgesellschaften, etwa wie Meyer Burger Technology AG, Aktien mit sehr geringem Börsenwert pro Aktie aufweisen (im genannten Beispiel unter CHF 1.-) und dies nur durch komplexe Transaktionen beheben könnten.

Der Gesetzgeber hat das Problem nun mit einer pragmatischen Lösung aus der Welt geschafft. Gemäss neuem Recht kann die Zusammenlegung von Aktien, welche an der Börse kotiert sind, mit der qualifizierten Mehrheit gemäss Art. 704 OR, verbindlich für alle Aktionäre beschlossen werden (Art. 623 Abs. 2 nOR *e contrario* i.V.m. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 2 nOR).

Weder Gesetz noch Materialien äussern sich explizit zum Umgang mit Teilrechten (Spitzen). Der gesetzgeberische Gedanke ist jedoch im Erfordernis der Börsenkotierung enthalten: Aktienbestände, welche nicht für eine volle neue Aktie ausreichen, können börslich verkauft werden. Damit ist klar, dass es kein Recht auf mindestens eine Aktie gibt. Das früher als unantastbar geltende Recht auf Kontinuität der Mitgliedschaft wird hier nicht zum ersten Mal rela-

---

<sup>11</sup> Baudenbacher Carl, in: Honsell Heinrich/Vogt Hans-Ueli/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, 5. A., Basel 2016, Art. 623 N 9.

<sup>12</sup> Baudenbacher Carl, (Fn. 11), Art. 623, N 9; vgl. Böckli, (Fn. 10), § 4 Rz. 15.

<sup>13</sup> So beispielsweise bei der Kuros Biosciences AG: Die Aktionäre und Gründer der Gesellschaft hatten sich ohne Gegenleistung dazu verpflichtet, den anderen Aktionären die im Zusammenhang mit der Aktienzusammenlegung erforderliche Anzahl von Aktien zur Verfügung zu stellen, um die Zuteilung einer gerundeten Anzahl von Aktien an jeden Aktionär zu ermöglichen. Infolgedessen erhielt jeder bestehende Aktionär mindestens eine neue Aktie und in jedem Fall eine gerundete Anzahl von Aktien (Pressemitteilung Kuros Biosciences AG vom 23. Juni 2016, abrufbar unter <https://kurosbio.com/resources/press-release-23-june-2016/>). Des Weiteren auch bei der Züblin Immobilien Holding AG im März 2016 (Pressemitteilung Züblin Immobilien Holding AG vom 1. März 2016, abrufbar unter [https://www.zueblin.ch/site/assets/files/4385/20160301\\_zueblin\\_press\\_release\\_beschluesse\\_a\\_o\\_Generalversammlung\\_29\\_02\\_2016\\_de\\_clean.pdf](https://www.zueblin.ch/site/assets/files/4385/20160301_zueblin_press_release_beschluesse_a_o_Generalversammlung_29_02_2016_de_clean.pdf)).

tiviert. Auch bei der „Harmonika“ (Sanierungsherabsetzung und Wiedererhöhung), bei der Abfindungsfusion und in anderen Zusammenhängen, gilt dieses genossenschaftlich inspirierte, bei Aktiengesellschaften jedoch meist irrelevante Recht nicht mehr.

Auch eine Entschädigung für die entgangenen Spitzen ist nicht vorgesehen. Indessen mag es Konstellationen geben, in welchen aufgrund allgemeiner aktienrechtlicher Grundsätze, z.B. des Sachlichkeitsgebots gemäss Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR oder des Benachteiligungsverbots gemäss Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR, gleichwohl eine Entschädigung oder ein Ausgleich durch Aktien angezeigt sein kann.

Das Verhältnis einer Aktienzusammenlegung wird vom Gesetz nicht eingeschränkt. So sind auch „extreme“ Zusammenlegungen denkbar, bei denen beispielsweise eine Million Aktien in eine neue Aktie zusammengelegt werden. Somit kann sich die Zusammenlegung künftig als zusätzliche Form des *Squeeze-Out* anbieten. Nicht nur Kleinstaktionäre könnten auf diesem Weg verdrängt werden, sondern auch grössere. Die Grenze für solche Vorgehensweisen wird im Rechtsmissbrauch oder in der Verletzung aktienrechtlicher Grundsätze liegen. Während die Rechtsmissbrauchshürde sehr hoch ist, wird auch eine Verletzung, etwa des Sachlichkeitsgebots gemäss Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR, nicht leichthin angenommen werden können. Gerade nach einem Kontrollwechsel können *Squeeze-out*-Transaktionen durchaus im Gesellschaftsinteresse liegen, indem Flexibilität und Effizienz für die Fortführung der Unternehmung gewonnen wird. Wird der Verkaufsdruck allerdings so gross, dass Verkäufe durch Minderheitsaktionäre nur mit grösseren Abschlägen möglich sind, so wird die Mehrheit u.U. gefordert sein, ein angemessenes *Market Making* sicherzustellen, die Aktien zu angemessenem Preis aufkaufen zu lassen oder einen Barausgleich für einen Preisabschlag vorzusehen.

## **2. Kapitalveränderungen**

### *a) Abschaffung der Sachübernahme*

Die Vorschriften zur Sachübernahme im alten Recht sind mit den Vorschriften zur Sacheinlage intrinsisch verbunden: Sachübernahmen, d.h. der Erwerb eines Vermögensgegenstandes kurz nach der Gründung oder Kapitalerhöhung, ermöglichten die Umgehung der Sacheinlagevorschriften und sollten daher ähnlichen Voraussetzungen unterworfen werden wie Sacheinlagen (Bewertung und Offenlegung). Der Gesetzgeber hatte die Situation vor Augen, dass eine Person, welche Wertgegenstände (z.B. ein Patent oder Aktien) zur Librierung der Aktien einbringen will, die hierfür geltenden Offenlegungs- und

Bewertungspflichten umgehen könnte, indem sie den Ausgabepreis zunächst in bar liberiert und die Gesellschaft den Wertgegenstand dann für diesen Barbetrag käuflich erwirbt. Auf diesem Wege könnte die Liberierungsleistung zurückbezahlt und möglicherweise ein Gegenstand von weniger Wert auf die Gesellschaft übertragen werden. Ursprünglich bezogen sich die Vorschriften zur Sachübernahme jedoch auf einen viel weiteren Kreis. So war jeder Erwerb von Dritten grundsätzlich den Vorschriften zur Sachübernahme unterworfen, was schwierige Abgrenzungsfragen mit sich brachte (hätte beispielsweise der Kauf von Büromöbeln nach der Gründung auch offengelegt werden müssen?).

Dieser breite Anwendungsbereich wurde per 1.1. 2008<sup>14</sup> auf Geschäfte eingegrenzt, welche mit Aktionären und diesen nahestehenden Personen getätigt wurden. In der Tat liess sich vor allem bei solchen Personen ein Interessenkonflikt- und damit ein Schädigungspotenzial ausmachen. Dennoch hat die Sachübernahme in der M&A-Praxis weiterhin knifflige Fragen und Rechtsunsicherheit mit sich gebracht. So war beispielsweise unklar, ob eine Sachübernahme vorlag, wenn eine Private Equity Firma, die sonst keinen Bezug zur Gesellschaft hatte, alle Aktien dieser Gesellschaft erwarb und sodann verkaufoffene Manager oder Gründer *am hierfür gegründeten Akquisitionsfahrzeug rückbeteiligte* (etwa im Rahmen eines sog. *Sweet Equity Arrangements*). Solche Fragen hätten wohl nicht zu derart vielen Diskussionen geführt, hätte nicht das Bundesgericht in einem älteren Entscheid in aller Deutlichkeit gesagt, dass die Verletzung der Sachübernahmeforschriften zur „absoluten“ Nichtigkeit des Rechtsgeschäfts, also z.B. des Aktienkaufvertrags, führen würde.<sup>15</sup> Diese drastische Rechtsfolge wurde zwar weiterhin kritisiert<sup>16</sup>, doch blieb sie letztlich im Raum stehen, da das Bundesgericht offenbar nie Gelegenheit hatte oder ergreifen wollte, diese Praxis zu relativieren oder revidieren. Dies tat nun der Gesetzgeber mit der Abschaffung der Sachübernahme.

---

<sup>14</sup> Bundesgesetz vom 16. Dezember 2005 (GmbH-Recht sowie Anpassungen im Aktien-, Genossenschafts-, Handelsregister- und Firmenrecht), in Kraft seit 1. Januar 2008 (AS 2007 4791; BBl 2002 3148, 2004 3969).

<sup>15</sup> BGE 83 II 284, 290.

<sup>16</sup> Statt vieler Schenker Franz, in: Honsell Heinrich/Vogt Hans-Ueli/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, 5. A., Basel 2016, Art. 628 N 13.



*b) Sechs Monate für die Durchführung der ordentlichen Kapitalerhöhung*

Gemäss neuem Aktienrecht (Art. 650 Abs. 3 nOR) genügt es, wenn eine ordentliche Kapitalerhöhung innerhalb von sechs Monaten nach dem Generalversammlungsbeschluss beim Handelsregisteramt zur Eintragung angemeldet wird. Bisher betrug diese Frist drei Monate. Dies bringt die ordentliche Kapitalerhöhung *einen Schritt näher zur genehmigten Kapitalerhöhung*. Freilich ist der Verwaltungsrat bei der ordentlichen Kapitalerhöhung gemäss Botschaft nicht frei im Entscheid, ob er die Kapitalerhöhung durchführen möchte oder nicht (BBl 2017, 497). Vielmehr soll der Verwaltungsrat im Umfang der eingegangenen Zeichnungen vollziehen *müssen*, was m.E. zu weit geht. Das Gesellschaftsinteresse muss beachtet werden können, soweit nicht Bezugsrechte ausgeübt werden. Die erlaubte Delegation des Entscheids über den Ausgabepreis und des Entscheids über die Zuteilung nicht ausgeübter oder entzogener Bezugsrechte räumt dem Verwaltungsrat überdies ohnehin ein Ermessen ein, faktisch über die Durchführung als solche zu entscheiden.

M.E. muss es bei der ordentlichen Kapitalerhöhung mit Maximalbetrag auch zulässig sein, die Kapitalerhöhung in mehreren Schritten durchzuführen und einzutragen, solange dies innerhalb der gesetzlichen Frist geschieht und der Maximalbetrag insgesamt nicht überschritten wird. Solche insbesondere für Sanierungssituationen hilfreiche Flexibilität, wird jedoch von einzelnen Handelsregisterbehörden abgelehnt, wobei die Gründe hierfür nicht überzeugen. Eine solche (sachlich unnötige) Einschränkung müsste einen klaren Widerhall im Gesetzestext finden. Gerade dann, wenn eine Gesellschaft vor dem Abgrund steht, genügt die genehmigte Kapitalerhöhung, beziehungsweise (unter neuem Recht) das Kapitalband, häufig nicht, um die Gesellschaft zu retten, weil sie betraglich auf maximal 50 Prozent des bestehenden Aktienkapitals beschränkt ist. Somit sind solche Gesellschaften auf ordentliche Kapitalerhöhungen angewiesen und sollten, sobald erste Zeichnungen vorliegen, das Aktienkapital erhöhen können.

Im Zusammenhang mit M&A kann die verlängerte Frist etwa für die *Durchführung von Umtauschangeboten* oder die *Transaktionsfinanzierung* nützlich sein.

*c) Ersatz des genehmigten Kapitals durch das Kapitalband*

Das Kapitalband gemäss Art. 653s nOR ersetzt die genehmigte Kapitalerhöhung bzw. entwickelt diese weiter und macht sie flexibler. Anders als die genehmigte Kapitalerhöhung kann das Kapitalband insbesondere auch zur *Kapitalherabsetzung* auf bis zu 50 Prozent des bei Einführung des Kapitalbands

bestehenden Aktienkapitals verwendet werden (Art. 653s Abs. 2 nOR). Ist das Kapital einmal auf 50 Prozent heruntergesetzt, kann es um das Doppelte dieses Betrags wieder (auf 150 Prozent) erhöht werden.

Die Herabsetzungsmöglichkeit wird namentlich für *Aktienrückkäufe mit anschliessender Herabsetzung* nützlich sein. Obschon der Rückkauf in der Kompetenz des Verwaltungsrats liegt, muss die Herabsetzung unter altem Recht von der Generalversammlung beschlossen werden (Art. 732 OR). Künftig liegt beides in der Hand des Verwaltungsrats. Inwiefern dieser bei Rückkäufen im Rahmen des Kapitalbands an die sonst geltende 10 Prozent-Grenze von Artikel 659 OR gebunden ist, wurde vom Gesetzgeber nicht geklärt. M. E. findet diese Grenze im Rahmen des Kapitalbands *a maiore ad minus* generell keine Anwendung<sup>17</sup>: Darf der Verwaltungsrat in eigener Regie das Kapital herabsetzen, so muss er erst recht die weniger weit gehende Massnahme eines Rückkaufs im gleichen Rahmen tätigen können. Umso mehr gilt dies, wenn der Verwaltungsrat die Aktien zwecks Kapitalherabsetzung zurückkauft. Könnte er den Rückkauf nicht tätigen, würde der gesetzlich gewährte Spielraum, mit Ausnahme von Nennwertherabsetzungen, praktisch zum toten Buchstaben. Gesetztexte sind jedoch in der Regel so auszulegen, dass der gesetzgeberischen Absicht Geltung verschafft wird.

Eine weitere Gebrauchsmöglichkeit der Herabsetzungskompetenz besteht in der Ausgabe von sog. *redeemable shares* (rück(ver)kaufbare Aktien). So kann sich das Kapitalband etwa auf eine besondere Aktienkategorie beziehen, welche ausgegeben aber eben auch wieder zurückgekauft und vernichtet (oder wieder ausgegeben) werden kann.

Bei sog. „*convertible shares*“ lässt sich etwa das Recht „*non-participating preference shares*“ im Zusammenhang mit einem Exit in „*common shares*“ zu wandeln, um so einen höheren Erlösanteil zu realisieren, zukünftig auf das Kapitalband stützen. So kann der Verwaltungsrat die Vorzugsaktien mit dem Einverständnis des Vorzugsaktionärs bzw. auf dessen Aufforderung hin, zurücknehmen und über eine *Harmonika* auf Null herabsetzen und zugleich im gleichen Betrag Stammaktien ausgeben.<sup>18</sup> Die Gläubigerschutzvorschriften kommen diesfalls nicht zur Anwendung (Art. 653q Abs. 1 nOR). M.E. ist auch keine Liberierung erforderlich, da sich weder am Aktienkapital noch an der Li-

---

<sup>17</sup> Vgl. zur Diskussion Gericke Dieter, Das Kapitalband, GesKR Sondernummer 2008, 42 und 44, sowie von der Crone Hans Caspar, Aktienrecht, 2. Aufl. Bern 2020, § 14 Rz. 716, je m.w.H.

<sup>18</sup> Solche solvente Harmonikas zwecks Schaffung einer neuen Aktienstruktur bei unverändertem Aktienkapital gab es auch unter dem alten Recht, wobei es dafür jedoch eines Generalversammlungsbeschlusses bedurfte.

berierungsquote etwas ändert. Sollte man dennoch eine Liberierung konstruieren wollen, liesse sich dies durch Verrechnung mit dem Anspruch auf Ausschüttung oder durch Einzahlung des Nennwerts bewerkstelligen.

Das genehmigte Kapital hat sich in der Praxis aufgrund der kurzen Geltungsdauer von maximal zwei Jahren (Art. 651 Abs. 1 OR), als für strategische Projekte, namentlich Unternehmenskäufe, oft untaugliches Instrument erwiesen. Das Kapitalband kann demgegenüber auf fünf Jahre befristet werden (Art. 653s Abs. 1 nOR). Damit kommt es sehr wohl in Frage, um *Unternehmenskäufe* direkt durch Aktien abzugelten oder Aktien aus dem Kapitalband für die Finanzierung oder Refinanzierung zu verwenden.

Mehr Finanzierungsflexibilität ergibt sich auch aus der Möglichkeit, den Verwaltungsrat im Rahmen des Kapitalbands zu ermächtigen, Teile davon als bedingtes Kapital zu verwenden. Da zusätzlich ein bedingtes Kapital ausserhalb des Kapitalbands vorgesehen werden kann, können letztlich zwei bedingte Kapitalien in der Höhe von total bis zu 100 Prozent des bestehenden Aktienkapitals für *Umtauschangebote*, für *Finanzierungen* (wie etwa Wandeldarlehen) oder für die *schrittweise Abgeltung von Kaufpreisforderungen*, verwendet werden.

Ferner ist es denkbar, das Kapitalband bei börsenkotierten Gesellschaften zur *Abwehr eines Übernehmers oder Aktivisten* zu nutzen. Soll ein *Raider* durch eine gezielte Platzierung von Aktien an die anderen Aktionäre oder an Dritte verwässert werden, so muss die Bestimmung über das Kapitalband wie bisherige Statutenbestimmungen zum genehmigten Kapital, eine solche Aktienausgabe im Rahmen eines Übernahmeangebots ausdrücklich erlauben<sup>19</sup>.

Zur Verwendung des Kapitalbands zwecks *Auskaufs eines Übernehmers oder Aktivisten* vgl. unten [III.5.a](#)).

#### *d) Erweiterung des Anwendungsbereich des bedingten Kapitals*

Die neue Fassung von Art. 653 OR erweitert dem Wortlaut nach den Anwendungsbereich des bedingten Kapitals erheblich. So werden ausdrücklich auch Mitglieder des Verwaltungsrats und namentlich auch *Dritte als mögliche Begünstigte von bedingtem Kapital* genannt (Art. 653 Abs. 1 nOR). Ferner sieht der neue Absatz 3 ausdrücklich vor, dass auch die *Pflicht* zum Erwerb von neuen

---

<sup>19</sup> Vgl. Art. 36 Abs. 2 lit. d UEV und dazu Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 4. A. Zürich 2020 Rz 799 m.w.H.

Aktien auf bedingtes Kapital gestützt werden kann. Diese Erweiterungen führen letztlich nur die bestehende, langjährige Praxis fort. Dennoch ist zu begrüssen, dass damit nun endgültig Rechtssicherheit Einzug hält.

Diese Rechtssicherheit dürfte zur noch breiteren Nutzung des bedingten Kapitals, auch im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen, beitragen. Beispielsweise könnte ein „Reverse Price Adjustment“ (statt den Preis anzupassen, erhält der Erwerber mehr oder weniger Aktien für den gleichen Preis) vorgesehen werden. Auch die *Zwangswandlung von Darlehen* oder die Unterlegung von „Equity Kickers“ sind unter dem neuen Recht fraglos zulässig gestützt auf bedingtes Kapital.

Unklar ist die Situation bei der Verwendung von bedingtem Kapital für ein Umtauschangebot. Weiterhin nennt das Gesetz als Liberierungsformen nur die Liberierung durch Einzahlung oder durch Verrechnung (Art. 653 Abs. 2 nOR). Allerdings lässt sich eine Liberierung durch Verrechnung dadurch darstellen, dass ein Kaufpreis für die zu erwerbenden und die dafür auszugebenden Aktien definiert wird und diese Forderungen dann miteinander verrechnet werden. Eine Sacheinlagekapitalerhöhung wurde beim bedingten Kapital weiterhin nicht oder jedenfalls nicht explizit vorgesehen. Bereits unter altem Recht wurde für die Zulässigkeit der Sacheinlageliberierung bei bedingten Kapitalerhöhungen plädiert.<sup>20</sup>

#### e) *Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag*

Die ordentliche Kapitalherabsetzung sieht gewisse prozedurale Erleichterungen vor, welche auch bei M&A-Transaktionen von Nutzen sein können. Ein Element ist die Zulässigkeit einer Kapitalherabsetzung mit Maximalbetrag. Diese wurde zwar auch unter geltendem Recht als zulässig angesehen und es sprach in der Tat auch wenig dagegen. Die Handelsregisterämter verweigerten sich jedoch dieser Variante. Dies anders als bei der Kapitalerhöhung wo ein Maximalbetrag schon vor der betreffenden Nachführung des Gesetzes von den Handelsregisterämtern akzeptiert worden war.

Die neue Flexibilität kann beispielsweise dazu genutzt werden, die Höhe der Kapitalherabsetzung an das Ergebnis eines *Aktienrückkaufs* anzupassen. Da für die Durchführung der ordentlichen Kapitalherabsetzung, analog zur Kapitalerhöhung, neu eine Sechsmonatsfrist eingeführt wurde (Art. 653j Abs. 4 nOR), ist jedoch anzunehmen, dass von dieser Möglichkeit selten Gebrauch gemacht

---

<sup>20</sup> Wenger Christian, Das bedingte Kapital im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich 1996, 145 ff.; Lambert Claude/Gericke Dieter, in: Kren Kostkiewicz Jolanta et al. (Hrsg.), OFK-OR, 3. A., Zürich 2016, Art. 653 N 20).

werden dürfte. Eine Herabsetzung durch die Generalversammlung nach Feststehen des Rückkaufergebnisses und daher zum Festbetrag dürfte somit die Regel bleiben. Indessen ist davon auszugehen, dass die Kapitalherabsetzung nach Rückkaufprogrammen künftig oft über das Kapitalband erfolgen wird.<sup>21</sup> Der Zeitrahmen von bis zu fünf Jahren ermöglicht dort mehr Flexibilität. Ausserdem eröffnet eine Kapitalherabsetzung im Rahmen des Kapitalbands mehr Spielraum für künftige Aktienausgaben.

### 3. Weitere Änderungen

#### a) *Partizipationskapital*

Während der Gesetzgeber in manchen Bereichen mit klar ausgewiesenen Praxisbedürfnissen auf Vorschläge zur Flexibilisierung oder Anpassungen an ausländische Entwicklungen nicht reagiert hat (zum Beispiel bezüglich Erlöspräferenzen), hat er eher überraschend die Möglichkeit zur Ausgabe von Partizipationsscheinen bei börsenkotierten Gesellschaften stark ausgedehnt. So darf neu zehnmal mehr Partizipationskapital als Aktienkapital ausgegeben werden (Art. 656b Abs. 1 nOR – statt bisher, und bei privaten Gesellschaften, das Doppelte). Wird das Aktienkapital zudem noch in Stammaktien und Stimmrechtsaktien aufgeteilt, lässt sich die *Kontrolle mit sehr wenig Kapitaleinsatz halten*. Fraglich ist natürlich, wie der Kapitalmarkt auf solche Konstrukte reagieren wird. Im Bereich der Anlagefonds ist die Situation indessen nicht anders: Die Fondsanleger (*limited partners*) haben in der Regel keine Mitspracherechte. Auch zeigt sich, dass Börsengänge in den USA, bei welchen über unterschiedliche Aktienkategorien dafür gesorgt wird, dass die Kontrolle weiterhin bei den Gründern bleibt, keinen Nachteil am Kapitalmarkt erleiden. Im Gegenteil: dies kann als Werkzeug zur Sicherung der Kontinuität und des Einflusses kreativer Unternehmer positiv wahrgenommen werden.

Somit könnten bei kotierten Gesellschaften sehr grosse Kapitalausgaben möglich sein, welche an der Kontrollstruktur nichts ändern.

Die Ausgabe von Partizipationsscheinen im grossen Stil könnte auch Lösungen bieten, um *kartellrechtliche Hürden* zu vermeiden oder FDI (*foreign direct investment control*)-Probleme zu entschärfen. Dies war allerdings schon jetzt nicht ausgeschlossen, wurde aber kaum eingesetzt. Bei Joint Ventures lässt sich mit Partizipationsscheinen die Frage der Konsolidierung steuern. Auch dies war aber schon bisher möglich, und bei privaten Gesellschaften ändert sich ohnehin nichts.

---

<sup>21</sup> Vgl. oben [II.2.c](#).

b) *Echte Zwischendividenden*

Unter geltendem Recht war unbestritten, dass auch vor oder nach der regulären Jahresdividende, gestützt auf den Vorjahresabschluss, Teildividenden („unechte“ Zwischendividenden) ausgeschüttet werden durften. Demgegenüber haben sich einzelne Revisionsstellen dagegengestellt, gestützt auf einen aktuellen Zwischenabschluss Gewinne aus dem laufenden Geschäftsjahr als Dividende auszuschütten. Neu ist dies gemäss Art. 675a nOR ausdrücklich zulässig. Das Prozedere ist allerdings aufwendig und entspricht dem einer ordentlichen Jahresdividende. Es braucht einen geprüften Zwischenabschluss, ein Testat der Revisionsstelle auf dem Dividendenantrag und gestützt darauf eine Generalversammlung, welche die Ausschüttung genehmigt. Immerhin dürfte dies bei M&A-Transaktionen da und dort Möglichkeiten eröffnen. Zu denken ist etwa an *eine Ausschüttung vor einem Verkauf, eine Ausschüttung nach einem Verkauf, eine Ausschüttung als Teil des Übernahmepreises<sup>22</sup> oder die Ausschüttung zwischen Unterzeichnung und Vollzug einer Transaktion zwecks Abspaltung eines Teils der Unternehmung an die Aktionäre* (sog. altrechtliche Spaltung).

Im M&A-Kontext ist die Spaltung gemäss Fusionsgesetz aufgrund der unbeschränkten Solidarhaftung wenig tauglich. Daher wird dort meist die altrechtliche Spaltung verwendet. Dabei werden die abzusplattend Vermögenswerte in eine neue Tochtergesellschaft eingebracht und sodann die Aktien der Tochtergesellschaft als Dividende an die Aktionäre der Muttergesellschaft ausgeschüttet.

c) *Dekotierung*

Ohne ersichtlichen Grund und ohne dass auch nur ein einziger Problemfall bekannt wäre, hat der Gesetzgeber die Dekotierung neu zu einer zwingenden Kompetenz der Generalversammlung erhoben (Art. 698 Abs. 2 Ziff. 8 nOR). Ausserdem soll hierfür ein qualifiziertes Quorum von zwei Drittel der vertretenen Stimmen und die Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte erforderlich sein (Art. 704 Abs. 1 Ziff. 12 nOR).

Dekotierungen kommen praktisch nur bei Konkurs sowie nach öffentlichen Übernahmeangeboten im Gleichklang mit dem *Squeeze-out* über die börsenrechtliche Kraftloserklärungsklage (Art. 137 FinfraG) oder eine Abfindungsfusion (Art. 8 FusG) vor. Während eine Abstimmung der Generalversammlung über die Dekotierung bei Konkurs sinnlos ist, ist sie nach einer erfolgreichen

---

<sup>22</sup> Vgl. etwa die Übernahme von Syngenta durch Chem China.

öffentlichen Übernahme, aufgrund der meist über 90 Prozent liegenden Mehrheit des Anbieters, überflüssig und verursacht nur Kosten. Freilich könnte sie gewisses *Missbrauchspotential* bieten. Beispielsweise könnte ein Aktionär mit dem einzigen Zweck, eine höhere Abgeltung für sich herauszupressen, den Generalversammlungsbeschluss anfechten.

Im Rahmen von *öffentlichen Übernahmen* wird die Praxis den Umgang mit dieser neuen Verfahrensvorschrift zeigen. Denkbar ist, dass ein gültiger Dekotierungsbeschluss der Generalversammlung schon zur Bedingung des Übernahmeangebots gemacht wird, allerdings wiederum bedingt durch den Vollzug der Übernahme. Ob die Übernahmekommission eine solche Bedingung genehmigen würde, ist im Lichte ihrer restriktiven Bedingungspraxis allerdings fraglich. Sollte ohnehin eine Generalversammlung notwendig sein, beispielsweise um eine Vinkulierungsbestimmung abzuschaffen, könnte allerdings die bedingte Dekotierung ebenfalls anlässlich dieser Generalversammlung beschlossen werden (wobei dann noch die Publikumsaktionäre abstimmen könnten). In allen anderen Fällen könnte man nach dem Vollzug zu einer weiteren öffentlichen Generalversammlung einladen, obschon in aller Regel in diesem Zeitpunkt nur noch ein paar wenige Prozentpunkte an Aktien im Publikum sind. Pragmatischer und vorzuziehen wäre wohl ein Verfahren, bei dem unmittelbar nach dem Vollzug des Squeeze-out eine private Universalversammlung (mit dem Übernehmer als Alleinaktionär) stattfindet, um die Dekotierung zu genehmigen. Dieses Vorgehen wäre jedenfalls mit der Börse zu koordinieren. Ohnehin dürfte die Börse die Dekotierung von sich aus vornehmen, wenn gar keine Aktien mehr gehandelt werden.

### III. Neue Werkzeuge bei Aktionärsaktivismus

#### I. Einführung

Neben Handelsaktivitäten (zum Beispiel Eingehen von Short-Positionen oder Kauf von Aktien oder Optionen) und Medienkampagnen verwenden Aktionärsaktivisten gesellschaftsrechtliche Instrumente, um den Druck auf den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zu erhöhen, um Medienecho zu generieren oder um ihre Forderungen direkt über Aktionärsrechte durchzusetzen. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick über einige rechtlichen Instrumente, die von Aktionärsaktivisten in der Schweiz verwendet worden sind:

- Aрызta (2020) (Veraison et al. >17%):
  - Einberufungsrecht
  - Traktandierungsrecht

- Meyer Burger (2019) (Diverse >10%):
  - Auskunfts- und Einsichtsrecht
  - Anzeigen
  - Traktandierungsrecht
  - Einberufungsrecht
- Hochdorf (2019) (ZMP):
  - Antragsrecht
- Sunrise (2019) (Freenet 25%):
  - Stimmrecht
- GAM (2017) (RBR >3%):
  - Antragsrecht
- Credit Suisse (2017) (mehrere Kleinaktionäre)
  - Meinungsäusserung
- Clariant – Huntsman (2017) (White Tale >20%):
  - Stimmrecht | Quorum
- Actelion (2011) (Elliott et al. >5%):
  - Traktandierungsrecht
  - Auskunftsrecht
  - Sonderprüfung

Neben Informations-, Kontroll- und Mitwirkungsrechten gehören vor allem gesellschaftsrechtliche Klagen, Strafanzeigen, Anzeigen bei Regulatoren (zum Beispiel bei der SIX Exchange Regulation, Übernahmekommission oder FINMA) und die Drohung mit solchen Instrumenten, zum gängigen Repertoire.

Der Gesetzgeber scheint bei dieser Aktienrechtsrevision das Bild naiver Kleinaktionäre vor Augen gehabt zu haben, welche sich gegen übermächtige und ihre Interessen missachtende Verwaltungsräte zu wehren hätten. Entsprechend wurde bei allen Aktionärsrechten „nachgebessert“. Das Stereotyp des wehrlosen Kleinaktionärs und des „allmächtigen“ Verwaltungsrats entspricht bei börsenkotierten Gesellschaften kaum je der Realität. Somit dürften diese vielen Verschärfungen und neuen Möglichkeiten letztlich vor allem in die Hände von Aktionärsaktivisten und Grossaktionären spielen. Zudem hat schon die Einführung der Minder-Regularien den Verwaltungsrat, insbesondere auch im Verhältnis zum Management, geschwächt, indem Verwaltungsräte nun (anders als die Manager) jedes Jahr wiedergewählt werden müssen und bei der Vergütung der ihnen Unterstellten auch nicht mehr die Alleinkompetenz be-



sitzen. In der Schweiz liegt die Gefahr daher vielmehr darin, dass Verwaltungsräte zu „lame ducks“ verkommen, welche weder gegenüber dem Aktionariat noch gegenüber dem Management noch gegenüber Übernahmeinteressenten und Aktivisten die Stellung und Mittel haben, die Gesellschafts- (und Aktionärs-)interessen zu wahren und durchzusetzen.

In der Praxis dürften manche der neuen Instrumente (etwa Klagemöglichkeiten) primär zur Drohung eingesetzt werden. Überall, wo die Kosten eines Instruments von der Gesellschaft zu tragen sind, wird es aber auch vermehrt zu dessen Einsatz kommen.

Die Reformpunkte betreffen alle Kategorien von Minderheitenrechten. Namentlich beschlagen sie die Informations- und Kontrollrechte, die Mitwirkungsrechte und die Klagerechte wie im Folgenden dargelegt wird.

## **2. Informations- und Kontrollrechte Art. 697, 697a ff., 699a, 702 nOR**

### *a) Auskunfts- und Einsichtsrecht bei börsenkotierten Gesellschaften*

Am Auskunftsrecht der Aktionäre an der Generalversammlung hat sich nichts Wesentliches geändert. Neu und problematisch scheint dagegen, dass ein Aktionär auch ohne Zustimmung der Generalversammlung ein *Einsichtsrecht* beanspruchen kann, sofern er mindestens 5 Prozent des Aktienkapitals oder der Stimmen vertritt (Art. 697a Abs. 1 nOR). Dabei sieht das Gesetz ausdrücklich vor, dass auch mehrere Aktionäre, die lediglich zusammengerechnet 5 Prozent des Aktienkapitals oder der Stimmen vertreten, das Einsichtsrecht ausüben dürfen. Anders als das Auskunftsrecht, kann dieses Einsichtsrecht auch ausserhalb der Generalversammlung ausgeübt werden. Der Verwaltungsrat muss die Einsicht innert vier Monaten nach Eingang der Anfrage gewähren, wobei sich die Aktionäre Notizen machen dürfen. Ablehnen darf der Verwaltungsrat die Einsicht, sofern sie für die Ausübung der Aktionärsrechte nicht erforderlich ist oder soweit Geschäftsgeheimnisse oder andere schutzwürdige Interessen der Gesellschaft gefährdet werden. Die Verweigerung der Einsicht muss jedoch schriftlich begründet werden (Art. 697a Abs. 2 nOR). M.E. muss der Verwaltungsrat auch die Gleichbehandlung der Aktionäre als Verweigerungsgrund anführen können, wenn keine allgemeine Offenlegung eines Dokuments gegenüber den Aktionären in Frage kommt.

Bei Ablehnung von Auskunft oder Einsicht sieht das Gesetz neu ein explizites Klagerecht der Aktionäre vor. Dieses ist innert 30 Tagen nach Ablehnung geltend zu machen (Art. 697b nOR).

Es ist anzunehmen, dass Aktionärsaktivisten insbesondere das Einsichtsrecht ausserhalb der Generalversammlung extensiv nutzen werden, sei es um tatsächlich an Informationen zu kommen, sei es um Druck auszuüben.

b) *Auskunfts- und Einsichtsrecht bei nicht kotierten Gesellschaften*

Das Auskunftsrecht kann bei nicht kotierten Gesellschaften künftig auch ausserhalb der Generalversammlung schriftlich geltend gemacht werden. Der Verwaltungsrat muss dann innerhalb von vier Monaten antworten. Auch hier ist eine Ablehnung nur zulässig, falls die Auskunft für die Ausübung der Aktionärsrechte nicht erforderlich ist oder soweit Geschäftsgeheimnisse oder andere schutzwürdige Interessen der Gesellschaft gefährdet würden. Die Verweigerung der Auskunft ist schriftlich zu begründen (Art. 697a nOR).

Einsichtsrecht und Klagerecht bei Verweigerung von Auskunft oder Einsicht entsprechen bei der nicht kotierten Gesellschaft den Regelungen bei der kotierten Gesellschaft (vgl. oben [III.2.a](#))).

c) *Sonderuntersuchung bei börsenkotierten Gesellschaften*

Neu genügt bei börsenkotierten Gesellschaften eine Beteiligung von 5 Prozent, um nach Ablehnung einer Sonderuntersuchung durch die Generalversammlung eine solche gerichtlich einzuverlangen. Auch die Hürde zur Gewährung einer Sonderuntersuchung wurde gesenkt: Bisher musste eine Schädigung durch die Verletzung von Gesetz oder Statuten glaubhaft gemacht werden. Neu muss zwar weiterhin eine Verletzung von Gesetz oder Statuten glaubhaft gemacht werden. Doch genügt es, glaubhaft zu machen, dass diese Verletzung geeignet sei, die Gesellschaft oder die Aktionäre zu schädigen (Art. 697d Abs. 3 nOR).

d) *Frist für die Erstellung des Generalversammlung-Protokolls*

Der Gesetzgeber war sich nicht zu schade, die Protokollierung von Generalversammlungen im Aktienrecht neu detailliert zu regeln. Dies betrifft einerseits den Inhalt des Protokolls (Art. 702 Abs. 2 nOR), andererseits die Frist für die Erstellung des Protokolls. So wird neu vorgeschrieben, dass dieses bei nicht kotierten Gesellschaften innert 30 Tagen und bei kotierten Gesellschaften innert 15 Tagen nach der Generalversammlung zugänglich sein müsse. In der Praxis gab es in der Tat hin und wieder Fälle, wo versucht wurde durch Verzögerung der Protokollpublikation die Anfechtung von Beschlüssen zu erschweren. Allerdings war diese Taktik jeweils erfolglos, weshalb sich auch eine Detailreglung nicht aufgedrängt hat. Indessen ist anzunehmen, dass Aktio-

närsaktivsten auf die Einhaltung dieser Fristen pochen dürften und dann den Inhalt gestützt auf die neuen Inhaltsvorschriften kritisieren werden. Die Vorschriften bezüglich Inhalt und zeitlicher Verfügbarkeit des Protokolls sind m.E. beides bloss Ordnungsvorschriften. Indessen könnte ein Aktionär beispielsweise auch noch nachträglich auf die Protokollierung seines Votums klagen, falls dies entgegen Art. 702 Abs. 2 Ziff. 5 nOR, nicht erfolgt ist.

### 3. Mitwirkungsrechte

#### a) *Einberufungsrecht*

Neu dürfen bei kotierten Gesellschaften Aktionäre, die 5 Prozent der Stimmen oder des Kapitals vertreten (statt bisher 10 Prozent), die Einberufung einer Generalversammlung verlangen (Art. 699 Abs. 3 Ziff. 1 nOR). Auch hier genügt es, wenn mehrere Aktionäre zusammen diese Schwelle erreichen. Ausser bei sehr grossen Gesellschaften dürfte diese Schwelle daher einfach erreichbar sein und eine willkommene Erleichterung für Aktivisten bedeuten. Ausserdem gilt neu eine Frist von 60 Tagen, innert welcher die Generalversammlung vom Verwaltungsrat einzuberufen ist (Art. 699 Abs. 5 nOR).

Möglich ist auch, dass diese vereinfachte Einberufungsmöglichkeit von Aktivisten eher als Drohung verwendet denn tatsächlich genutzt werden wird. Denn ein Teil der üblichen Taktik besteht gerade darin, Widerstand des Verwaltungsrats zu provozieren, um sich als Opfer und Vertreter der Aktionärsinteressen darstellen zu können. Gibt man den Aktivisten nun die Möglichkeit in die Hand, selber direkt zu gestalten, bringt das auch eine andere Verantwortung und Exponierung mit sich. Ein Verwaltungsrat könnte daher vermehrt die Anliegen von Aktionärsaktivisten mit dem Hinweis ablehnen, dass sie eine Generalversammlung einverlangen können, wenn sie wollen.

Bei den nicht kotierten Gesellschaften bleibt es bei der 10 Prozent-Schwelle (Art. 699 Abs. 3 Ziff. 2 nOR).

#### b) *Traktandierungsrecht*

Bei börsenkotierten Gesellschaften galt bisher, dass Aktionäre, welche zusammen 10 Prozent des Aktienkapitals oder Aktien-Nennwerte von einer Million Franken vertraten, die Traktandierung eines Verhandlungsgegenstandes verlangen durften (Art. 699 Abs. 3 OR). Diese Schwelle wird im neuen Recht vom Nennwert gelöst und auf 0.5 Prozent gesenkt (Art. 699b Abs. 1 Ziff. 1 nOR). Auch diese Schwelle kann von mehreren Aktionären gemeinsam erreicht werden (Art. 699b nOR). Somit besteht für die Traktandierung von Verhandlungsge-

genständen kaum eine ernst zu nehmende Limite mehr. Entsprechend dürften Aktivisten auch mit nur geringem Kapitaleinsatz von diesem Recht Gebrauch machen können.

Bei nicht kotierten Gesellschaften wird diese Limite auf 5 Prozent gelegt (Art. 699b Abs. 1 Ziff. 2 nOR).

#### c) Dekotierung

Wie bereits erwähnt (vgl. oben [II.3.c\)](#)) ist für die Dekotierung neu die Generalversammlung zuständig. Entsprechend können Dekotierungsbeschlüsse auch angefochten werden. Wie ebenfalls schon angeführt, ist der Sinn dieser neuen Regelung nicht ersichtlich. Aber sie kann Störpotential für Holdout-Strategien von Aktivisten und Hedge Fonds bei öffentlichen Übernahmeangeboten bieten.

### 4. Klagerechte/Gesellschaftsklage

Neben der bereits erwähnten expliziten gesetzlichen Verankerung der Klage auf Auskunft oder Einsicht sowie der Änderungen bei der Klage auf Anordnung einer Sonderuntersuchung, gibt es vor allem bei der Verantwortlichkeitsklage und bei der Rückforderungsklage wesentliche Änderungen, die Aktionärsaktivisten enorme Druckmittel in die Hände geben. Dabei spielt ihnen dies namentlich auch in Kombination mit den erleichterten Möglichkeiten zur Einberufung einer Generalversammlung bzw. Traktandierung eines Verhandlungsgegenstands in die Hände.

Als besonders starkes Instrument dürfte sich die Möglichkeit erweisen, zu verlangen, dass die Generalversammlung beschliesst, dass die Gesellschaft eine Verantwortlichkeitsklage gem. Art. 754 ff. OR gegen die Organe erheben soll (Art. 756 Abs. 2 nOR) oder eine Rückforderungsklage gemäss Art. 678 f. OR gegen die Organe oder nahestehende Personen (Art. 678 Abs. 1 nOR). Dabei kann die Generalversammlung auch den Vertreter für diese Klage bestimmen (Art. 678 Abs. 5 bzw. Art. 756 Abs. 2 nOR). Hierfür könnte ein Aktionärsaktivist sich selbst oder einen genehmen Rechtsanwalt vorschlagen. Auch wenn Generalversammlungen solche Klagen wohl eher selten gutheissen dürften, ist mit der (Androhung der) Traktandierung einer solchen Klage eine erhebliche Druckausübung auf die amtierenden Verwaltungsräte, Manager und Revisionsstelle verbunden und bei der Rückforderungsklage vielleicht auch auf Aktionäre oder Dritte. Dass sich der Gesetzgeber zu einem solchen Pranger-Instrument hinreissen liess, welches *ohne Eigenrisiken oder -kosten der Initianten* ergriffen werden kann, ist schwer nachvollziehbar. Schon unter altem Recht kann eine

Generalversammlung die amtierenden Organe jederzeit absetzen und mit geeigneten Organpersonen Klage gegen die alte Garde anstrengen. Die Vorstellung, dass eine Mehrheit der Aktionäre die amtierenden Organe im Amt belässt und gleichzeitig verlangt, dass die Gesellschaft gegen diese Organe oder nahestehende Personen klagt, hat einen unguuten Beigeschmack, und ein solches Vorgehen dürfte *in der Regel treuwidrig sein*.<sup>23</sup>

Auch dieser Regelung scheint letztlich ein verzerrtes Bild der Realität Pate gestanden zu sein. Auf jeden Fall wird das Instrument dieser Gesellschaftsklage die Stellung der Verwaltungsräte im Hinblick auf die Wahrung der Interessen der Gesellschaft weiter *schwächen*. Dabei muss es nicht einmal zu einer Androhung oder zu einer Traktandierung kommen. Allein die Aussicht, dass ein Aktivist ein solches Instrument ergreifen könnte, wird manche Verwaltungsräte einschüchtern.

Dass solch krude Äxte in die Hände von Aktionärsaktivisten oder Querulanten gelegt werden, ist umso weniger angebracht, als dass sich das Instrument der Gesellschaftsklage *in der Praxis faktisch kaum nutzen lassen* dürfte, ausser eben für letztlich nötige Druckausübung und Rufschädigung auf Kosten Dritter. Es ist wenig realistisch, dass ein aussenstehender Dritter im Namen der Gesellschaft eine Verantwortlichkeitsklage gegen Organe dieser Gesellschaft vorbereiten und führen kann, wenn sich die regulär gewählten Vertreter dieser Gesellschaft gegen diese Klage wenden und der Dritte auch keinen Zugang zu allfälligen Fakten hat, die für eine Führung der Klage erforderlich wären. Auch aus diesem Grund sollte der Antrag auf eine solche Klage daher nur dann zugelassen werden müssen, wenn der Antragsteller auch die Neuwahl des Verwaltungsrats verlangt.

Als weitere wesentliche Änderung wird vorgesehen, dass die Verwirkungsfrist für Klagen nach einem Entlastungsbeschluss neu zwölf, *statt wie bisher sechs Monate beträgt* (Art. 758 Abs. 2 nOR). Ausserdem *ruht diese Frist während Verfahren und Dauer einer Sonderuntersuchung* (Art. 758 Abs. 2 nOR). Die Verjährungsfrist für die Verantwortlichkeitsklage wurde im Einklang mit den übrigen Verjährungsfristen von 5 auf 3 Jahre gesenkt (Art. 760 Abs. 1 nOR), doch ruht auch diese Frist neu (auch bei der Rückforderungsklage) während Verfahren und Dauer einer Sonderuntersuchung (Art. 760 Abs. 1 nOR). M.E. kann diese Unterbrechung aber nur für Klagen gestützt auf Fakten gelten, welche

---

<sup>23</sup> Immerhin hat sich die Reform von der Idee distanziert, dass eine Minderheit eine Gesellschaftsklage erzwingen könnte; dazu Forstmoser Peter, Die Aktienrechtsreform vor der letzten Etappe?, Teil II, SJZ 2017, 154.

in den Untersuchungsgegenstand der Sonderuntersuchung fallen. Eine Sonderuntersuchung ohne Relevanz für die mit der Klage geltend gemachten Vorwürfe, sollte auch die Verjährung nicht ruhen lassen.

## 5. M&A-Instrumente und Aktionärsaktivismus

### a) *Abwehr von Aktionärsaktivisten*

Einige der im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen vorgestellten Möglichkeiten des neuen Aktienrechts, können von Gesellschaften auch beim Umgang mit Aktionärsaktivisten erwogen werden.

So können Aktivisten durch die *Platzierung von Aktien oder Optionen unter Ausschluss des Bezugsrechts* bei einem Ankeraktionär oder bei allen anderen Aktionären verwässert und durch einen Gegenpol in ihrer Macht eingeschränkt werden (vgl. dazu oben [II.2.c](#)). Solche Aktionen müssen sich im Gesellschaftsinteresse und im Rahmen des Gleichbehandlungsgrundsatzes/Sachlichkeitsgebots bewegen, doch dürfte eine Rechtfertigung je nach Umständen möglich sein.

Ausserdem kann das Kapitalband zwecks *Auskaufs eines Aktivisten oder Übernehmers* genutzt werden. Dies kann auf Initiative der Gesellschaft geschehen oder in Erfüllung einer „Greenmail“-Forderung des Aktivisten. Als *Greenmail* wird in Anlehnung an den Begriff *Blackmail* (Erpressung) das Vorgehen bezeichnet, dass jemand einen grösseren Beteiligungsblock kauft und die Gesellschaft dann ultimativ auffordert, gewisse Handlungen zu tätigen oder den Block abzukaufen oder mit einem Übernahmeangebot droht für den Fall, dass der Block nicht gekauft wird.

Fraglich ist freilich, ob die Aktien eines Angreifers gegen seinen Willen (wenn auch gegen Entschädigung) auf Null herabgesetzt werden könnten. M. E. ist dies jedenfalls dann zulässig, wenn das Kapitalband dies vorsieht.

Der Verwaltungsrat muss sich allerdings bei Rückkäufen und Herabsetzungen im Rahmen des Kapitalbands, ob mit oder gegen den Willen eines Aktionärsaktivisten oder Übernehmers, grundsätzlich an den Gesellschaftsinteressen und am Gleichbehandlungsgrundsatz orientieren. Es ist jedoch durchaus denkbar, dass ein solcher Auskauf im Interesse der Gesellschaft ist und die damit verbundene Ungleichbehandlung durch die Gesellschaftsinteressen und die konkreten Umstände gerechtfertigt werden kann.

b) „M&A-Waffen“ in der Hand des Aktionärsaktivisten

Auch Aktivisten dürften sich der M&A-bezogenen neuen Möglichkeiten bedienen. Bereits genannt wurde die Möglichkeit von Greenmail, wobei die Initiative zum Rückkauf eben häufig vom Aktivisten bzw. Raider ausgeht.

Ferner können Aktivisten den Verwaltungsrat dazu drängen im Rahmen des Kapitalbands Rückkäufe zu tätigen und das Aktienkapital herabzusetzen, um so eine Kurssteigerung zu bewirken. In der Vergangenheit brauchte es für einen Rückkauf mit Herabsetzung zwingend einen Generalversammlungsbeschluss. Entsprechend musste der Aktivist über die notwendige Anzahl Aktien verfügen, um dies traktandieren lassen zu können, und er konnte in diesem Zusammenhang auch sonst weniger Druck auf den Verwaltungsrat ausüben.

Ferner dürften Aktionärsaktivisten das neue Mittel der Zwischendividende in ihr Instrumentarium aufnehmen. Bei übergrossen Barbeständen könnten sie neben Rückkäufen alternativ die direkte Ausschüttung auf dem Weg einer Zwischendividende verlangen. Eine solche setzt allerdings weiterhin einen Generalversammlungsbeschluss voraus.

#### IV. Würdigung

Das neue Aktienrecht enthält *einige Flexibilisierungen*, namentlich in Bezug auf die Ausgabe und die Rücknahme von Aktien, welche im Rahmen von M&A-Transaktionen interessante Möglichkeiten eröffnen und mehr Rechtssicherheit schaffen. Allerdings kann nicht von einem Durchbruch gesprochen werden. Es wurden zu viele Möglichkeiten ausgelassen, das Aktienrecht an die Flexibilisierungen der Gesellschaftsrechtes im umliegenden Europa, in den USA und teils auch in Asien heranzuführen.

Anders lautet das Fazit in Bezug auf Aktionärsaktivismus und Corporate Raiders. Hier könnte es zu einem *Paradigmenwechsel* kommen: Mit den verschiedenen Neuerungen im Bereich der Traktandierung, der Einberufung, der Verantwortungs- und Rückforderungsklage, der Zwischendividende, des Einsichtsrechts, usw., wird Aktionärsaktivisten ein Arsenal in die Hand gegeben, welches dazu dienlich scheint, ohne Kosten und ohne Verantwortung dafür tragen zu müssen, Verwaltungsräte oder Manager, die nicht perfekt sind, aber auch nicht kriminell, gefügig zu machen, ihren Ruf zu schädigen und sie mög-

licherweise zu ruinieren. Ob damit dem Ziel einer „guten“ Corporate Governance gedient wird, wie die Botschaft zum neuen Aktienrecht verschiedentlich schreibt<sup>24</sup>, darf bezweifelt werden.

Zu bedenken ist schliesslich die *Gefahr einer Verrohung des Rechts*, die mit unausgewogenen Instrumenten wie dem Antrag auf Anhebung einer Klage durch die Gesellschaft einhergehen kann. Man darf zwar zuversichtlich sein, dass die Schweizer Verhaltenskultur und vor allem die Gerichte dies nicht ausufern lassen werden. Aber es ist dennoch ernüchternd, dass die Paarung von Recht mit Verantwortung so wenig zu zählen scheint.

---

<sup>24</sup> Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht v. 23. November 2016, BBl 2017, z.B. S. 401, 455, 528, 659.



# Non-Compete, Non-Solicitation und Retention-Agreements in M&A-Transaktionen

Nicolas Birkhäuser/Philippe A. Weber\*

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	83
II.	<a href="#">Begriffe und Abgrenzungen</a>	84
1.	<a href="#">Non-Compete (Wettbewerbsverbot)</a>	84
2.	<a href="#">Non-Solicitation (Abwerbeverbot)</a>	85
3.	<a href="#">Retention-Agreement (Mitarbeiterbindungsvereinbarungen)</a>	86
III.	<a href="#">Kartellrechtliche Beurteilung</a>	86
1.	<a href="#">Wettbewerbs- und Abwerbeverbote im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen</a>	87
a)	<a href="#">Rechtslage auf Ebene der EU: EU-Bekanntmachung zu Nebenabreden</a>	87
aa)	<a href="#">Allgemeine Grundsätze</a>	88
bb)	<a href="#">Wettbewerbs- und Abwerbeverbote beim Erwerb alleiniger Kontrolle</a>	89
cc)	<a href="#">Wettbewerbs- und Abwerbeverbote beim Erwerb gemeinsamer Kontrolle</a>	91
b)	<a href="#">Rechtslage in der Schweiz</a>	92
aa)	<a href="#">Allgemeines</a>	92
bb)	<a href="#">Wettbewerbs- und Abwerbeverbote beim Erwerb alleiniger Kontrolle</a>	95
aaa)	<a href="#">Zulässige Dauer von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten?</a>	96
bbb)	<a href="#">Zulässige Dauer von Wettbewerbsverboten bei Stufenerwerb der alleinigen Kontrolle?</a>	98
ccc)	<a href="#">Zulässigkeit von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten gegenüber nicht kontrollierenden Veräusserern?</a>	98
ddd)	<a href="#">Zulässigkeit von Wettbewerbsverboten gegenüber natürlichen Personen?</a>	99
eee)	<a href="#">Zulässigkeit von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten zugunsten des Veräusserers?</a>	105
fff)	<a href="#">Zulässigkeit von Abwerbeverboten in Bezug auf Arbeitnehmer, die erst nach der Übertragung beim Unternehmen angestellt werden?</a>	106

---

\* Wir danken MLaw Stephanie Huchler und MLE Dominique Sunitsch für die Unterstützung bei der Ausarbeitung dieses Artikels.

cc)	<u>Wettbewerbs- und Abwerbeverbote beim Erwerb gemeinsamer Kontrolle</u>	107
aaa)	<u>Zulässigkeit von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten bei (Neu-)Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens zum Zweck der Erschliessung eines neuen Marktes?</u>	108
bbb)	<u>Zulässigkeit von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten bei Hinzukommen einer gemeinsam kontrollierenden Muttergesellschaft?</u>	109
ccc)	<u>Zulässigkeit von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten gegenüber nicht kontrollierenden Gesellschaftern?</u>	111
ddd)	<u>Zulässigkeit von nachvertraglichen Wettbewerbs- und Abwerbeverboten zugunsten des Gemeinschaftsunternehmens?</u>	111
eee)	<u>Zulässigkeit von Wettbewerbsverboten gegenüber natürlichen Personen?</u>	113
fff)	<u>Zulässigkeit von Wettbewerbsverboten im Aktionärbindungsvertrag, der als einfache Gesellschaft gemäss Art. 530 OR gilt?</u>	114
2.	<u>Wettbewerbs- und Abwerbeverbote ausserhalb von Unternehmenszusammenschlüssen</u>	115
a)	<u>Übersicht</u>	115
b)	<u>Prüfung gemäss Art. 4 Abs. 1 i.V.m. Art. 5 KG</u>	116
aa)	<u>Bundesgerichtsentscheid i.S. Gaba: Grundsätzliche Erheblichkeit von Abreden gemäss Art. 5 Abs. 3 und 4 KG</u>	116
bb)	<u>Qualifikation von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten als Kernbeschränkungen gemäss Art. 5 Abs. 3 KG</u>	117
cc)	<u>Wettbewerbs- und Abwerbeverbote in Non-Disclosure Agreements im Vorfeld von Unternehmenszusammenschlüssen</u>	117
c)	<u>Rechtsfolgen der Kartellrechtswidrigkeit</u>	119
d)	<u>Lösungsvorschläge für die Praxis</u>	120
aa)	<u>Begriff der Wettbewerbsabrede i.S.v. Art. 4 Abs. 1 KG restriktiv auslegen</u>	121
bb)	<u>Rechtfertigung aus Gründen der wirtschaftlichen Effizienz i.S.v. Art. 5 Abs. 2 KG weit auslegen</u>	123
cc)	<u>Analoge Anwendung des „ancillary restraints“-Gedanken</u>	125
IV.	<u>Arbeitsrechtliche Beurteilung</u>	126
1.	<u>Allgemeines</u>	126
2.	<u>Retention-Agreement und Boni</u>	127
a)	<u>Erscheinungsformen und Vertragsverhältnisse</u>	127
b)	<u>Anknüpfung der Vergütung an eine Bedingung und Formen der Vergütung</u>	127
c)	<u>Zulässigkeit der Anknüpfung der Vergütung an das Bestehen des Arbeitsverhältnisses</u>	128

V.	<a href="#">Allgemeine zivilrechtliche Beurteilung</a>	129
1.	<a href="#">Schranken nach Art. 19 und 20 OR, insbesondere 27 Abs. 2 ZGB</a>	130
a)	<a href="#">Wettbewerbsverbote</a>	130
b)	<a href="#">Abwerbeverbote</a>	131
c)	<a href="#">Retention-Agreement</a>	131
2.	<a href="#">Bedingungen</a>	132
3.	<a href="#">Konventionalstrafe</a>	132
4.	<a href="#">VegüV</a>	132
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	133

## I. Einleitung

Non-Compete, Non-Solicitation und Retention-Agreements sind wichtige vertragliche Werkzeuge, um in M&A-Transaktionen den Wert eines Unternehmens zu sichern bzw. die Geschäftstätigkeit eines Gemeinschaftsunternehmens zu schützen.

Um den wirtschaftlichen Erfolg eines Unternehmenskaufs sicherzustellen, genügt es häufig nicht, dass das Kaufobjekt übertragen wird. Der Veräusserer eines Unternehmens verfügt meist über das Know-how und die notwendigen Beziehungen, die zur erfolgreichen Führung des übertragenen Unternehmens erforderlich sind. Daher könnte er nach der Übertragung mit einer konkurrenzierenden Tätigkeit das übertragene Unternehmen und indirekt auch den Erwerber schädigen und damit den wirtschaftlichen Erfolg der Transaktion gefährden. Deshalb wird dem Veräusserer in Unternehmenskaufverträgen meist eine Non-Compete-Verpflichtung, d.h. ein Wettbewerbsverbot, auferlegt.<sup>1</sup> Wäre die Vereinbarung solcher Wettbewerbsverbote nicht möglich, bestünde die Gefahr, dass Unternehmensverkäufe unattraktiv oder ganz unterbleiben würden, weil der Veräusserer seine frühere Kundschaft unmittelbar nach dem Verkauf wieder zurückgewinnen und dem übertragenen Unternehmen damit die Existenzgrundlage entziehen könnte.<sup>2</sup> Aus denselben Überlegungen muss es auch bei der Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens möglich sein, den Muttergesellschaften, welche privilegierten Zugang zu Know-how und Geschäftswert (Goodwill) des Gemeinschaftsunternehmens haben, ein Konkurrenzieren des Gemeinschaftsunternehmens zu untersagen. Jede Muttergesellschaft hätte ansonsten die Möglichkeit, den Unternehmenswert des Ge-

---

<sup>1</sup> Schenker, 374 f.

<sup>2</sup> RPW 2006/4, 682 ff., Rz. 29 – ISS/*Edelweissfm*; Zäch, Rz. 384.

meinschaftsunternehmens für die eigene Einflussphäre zu sichern und könnte mit Wettbewerbshandlungen die Geschäftstätigkeit des Gemeinschaftsunternehmens schädigen.<sup>3</sup>

Der Wert eines übertragenen Unternehmens oder eines gegründeten Gemeinschaftsunternehmens würde gleichermassen reduziert, wenn der Veräußerer bzw. die Muttergesellschaften das Personal des übertragenen Unternehmens bzw. des Gemeinschaftsunternehmens abwerben könnten. Daher sehen Unternehmenskaufverträge, Aktionärbindungsverträge oder Gründungsvereinbarungen auch häufig entsprechende Non-Solicitation oder Retention-Agreements, d.h. Abwerbeverbote oder Mitarbeiterbindungsvereinbarungen, vor.<sup>4</sup>

Trotz der weiten Verbreitung solcher Vereinbarungen ist die juristische Literatur dazu überschaubar und höchstrichterliche Rechtsprechung kaum vorhanden. Ziel dieses Beitrags ist es, die vertrags- und gesellschaftsrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten von Non-Compete, Non-Solicitation und Retention-Agreements zu analysieren und einen Teil der sich stellenden Rechtsfragen zu beantworten. Hierzu werden zunächst die wesentlichen Begriffe erläutert und voneinander abgegrenzt (vgl. unten [II.](#)). Sodann wird erörtert, unter welchen Voraussetzungen Non-Compete, Non-Solicitation und Retention-Agreements rechtlich zulässig sind. Dabei wird zwischen der kartellrechtlichen (vgl. unten [III.](#)), arbeitsrechtlichen (vgl. unten [IV.](#)) und allgemein zivilrechtlichen (vgl. unten [V.](#)) Zulässigkeit unterschieden und jeweils eine rechtsgebietsspezifische Beurteilung vorgenommen. Der kartellrechtlichen Beurteilung wird angesichts ihrer praktischen Relevanz besondere Beachtung geschenkt.

## II. Begriffe und Abgrenzungen

### 1. Non-Compete (Wettbewerbsverbot)

Unter einem Wettbewerbsverbot (oder Konkurrenzverbot) versteht man die vollständige oder teilweise Beschränkung eines Unternehmens, Unternehmensorgans oder Arbeitnehmers, in einem bestimmten Geschäftsfeld tätig zu werden oder zu bleiben.<sup>5</sup> Wettbewerbsverbote finden sich im Rahmen von M&A-Transaktionen insbesondere in Unternehmenskaufverträgen, Gründungsvereinbarungen oder Aktionärbindungsverträgen. Sie sollen sicherstel-

---

<sup>3</sup> Weidenbach/Mühle, 356.

<sup>4</sup> Schenker, 375.

<sup>5</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 162.

len, dass der Erwerber den vollständigen Wert des übertragenen Unternehmens erhält bzw. dass das Geschäft des Gemeinschaftsunternehmens vor Konkurrenz durch seine Muttergesellschaften geschützt wird.<sup>6</sup>

In der Lehre wird in rechtlicher Hinsicht zwischen gesetzlichen und vertraglichen Wettbewerbsverboten unterschieden.<sup>7</sup> Bei den gesetzlichen Wettbewerbsverboten verpflichtet der Gesetzgeber die Kontrahenten explizit zur Einhaltung eines Wettbewerbsverbots, dies meist unter Berücksichtigung des Interesses an der Aufrechterhaltung der im Gesetz hauptsächlich geregelten Verhältnisse.<sup>8</sup> Solche Vorschriften finden sich zum Beispiel im Arbeitsrecht (Art. 321a Abs. 3 und 340 ff. des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 30. März 1911 (Fünfter Teil: Obligationenrecht, OR, SR 220)) und im Recht der einfachen Gesellschaft (Art. 536 OR). Bei vertraglichen Wettbewerbsverboten werden die Kontrahenten, im Unterschied zu den gesetzlichen Wettbewerbsverboten, nicht mehr durch den Gesetzgeber, sondern durch ihre eigenen, inhaltlich übereinstimmenden und aufeinander bezogenen Willenserklärungen zur Einhaltung verpflichtet.<sup>9</sup> In wirtschaftlicher Hinsicht wird zwischen Wettbewerbsverboten im Horizontalverhältnis, d.h. im Verhältnis zwischen Wirtschaftsteilnehmern derselben Stufe der Wertschöpfungskette, und im Vertikalverhältnis, d.h. im Verhältnis zwischen Wirtschaftsteilnehmern unterschiedlicher Stufen der Wertschöpfungskette, unterschieden.<sup>10</sup> Im vorliegenden Zusammenhang stehen horizontale Wettbewerbsverbote im Vordergrund.

## 2. Non-Solicitation (Abwerbeverbot)

Ein Abwerbeverbot umschreibt ein Verbot einer abwerbenden Tätigkeit. Unter Abwerbung wird dabei die Einflussnahme auf eine bestimmte Person verstanden, mit dem Ziel, diese Person zur Beendigung eines bestehenden Vertrages und zum Abschluss eines neuen Vertrages mit dem Abwerbenden oder einem Dritten zu veranlassen. Von Bedeutung ist in der Praxis vor allem die Abwerbung von Arbeitnehmern und Kunden; Abwerbeverbote in Bezug auf Kunden gehen jedoch in der Regel in Wettbewerbsverboten auf, da die Kundenabwerbung ein klassischer Anwendungsfall einer konkurrenzierenden Tätigkeit ist.<sup>11</sup>

---

<sup>6</sup> Volz, 228 f.

<sup>7</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 162 f.; Demir, 8 ff.

<sup>8</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 163.

<sup>9</sup> Demir, 8 ff.

<sup>10</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 163 f.

<sup>11</sup> Ruggli/Vischer, 301.

### 3. Retention-Agreement (Mitarbeiterbindungsvereinbarungen)

Eine Mitarbeiterbindungsvereinbarung stellt eine Vereinbarung dar, mit der ein positiver Anreiz für den Mitarbeiter geschaffen werden soll, das übertragene Unternehmen während einer bestimmten Dauer nicht zu verlassen. Der Abschluss von Mitarbeiterbindungsvereinbarungen eignet sich vor allem dann, wenn bei Mitarbeitern liegendes Know-how übertragen wird oder nachvertragliche Wettbewerbsverbote keine oder nur eine ungenügende Option darstellen. Typische arbeitsrechtliche Instrumente zur Mitarbeiterbindung sind sogenannte Bleibe- oder Treueprämien (auch Retention-Boni genannt), welche die Zahlung einer Prämie vorsehen, wenn das Arbeitsverhältnis zu einem bestimmten Stichtag noch besteht.

## III. Kartellrechtliche Beurteilung

Die nachfolgende kartellrechtliche Beurteilung betrifft die Wettbewerbs- und Abwerbeverbote, nicht aber die Mitarbeiterbindungsvereinbarungen, da letztere kartellrechtlich in der Regel unproblematisch sind. Daneben kann auch auf eine kartellrechtliche Überprüfung von *gesetzlichen* Wettbewerbsverboten grundsätzlich verzichtet werden, da diese als sichtbarer Ausdruck der legislatorischen Vorentscheidung eine Antwort auf typische Interessenkonflikte liefern und als für die Sicherung des Hauptzwecks der in Frage stehenden Verträge erforderlich erachtet werden.<sup>12</sup> Werden gesetzliche Wettbewerbsverbote vertraglich konkretisiert, ist jedoch jeweils zu prüfen, ob der vertraglich vereinbarte Umfang des Wettbewerbsverbots tatsächlich nicht über den gesetzlich vorgeschriebenen Rahmen hinausgeht.<sup>13</sup> Nachfolgend stehen daher die *vertraglichen* Wettbewerbs- oder Abwerbeverbote im Vordergrund, die aufgrund ihrer vergleichbaren Wirkung kartellrechtlich in gleicher Weise beurteilt und deshalb im Folgenden gemeinsam behandelt werden.<sup>14</sup>

Wettbewerbs- oder Abwerbeverbote stellen vertragliche Abreden dar, bei denen sich grundsätzlich die Frage nach der Anwendbarkeit der kartellrechtlichen Bestimmungen über die unzulässigen Wettbewerbsabreden gemäss Art. 4 Abs. 1 i.V.m. Art. 5 des Bundesgesetzes über Kartelle und andere Wettbe-

---

<sup>12</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 168 f.; Demir, 8 ff.

<sup>13</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 169.

<sup>14</sup> Bekanntmachung der Europäischen Kommission über Einschränkungen des Wettbewerbs, die mit der Durchführung von Unternehmenszusammenschlüssen unmittelbar verbunden und für diese notwendig sind (2005/C 56/03), Rz. 26; Ruggli/Vischer, 301 f.; Kartellrecht-Komm.-Käseberg, Art. 8 FKVO N 95.

werbsbeschränkungen vom 6. Oktober 1995 (Kartellgesetz, KG, SR 251) stellt.<sup>15</sup> Die Anwendbarkeit dieser Bestimmungen und damit die Zulässigkeit von vertraglichen Wettbewerbs- oder Abwerbeverboten im Bereich des Kartellrechts hängen – wie nachfolgend aufgezeigt wird – massgeblich davon ab, vor welchem Hintergrund die Wettbewerbs- oder Abwerbeverbote vereinbart worden sind.<sup>16</sup>

Werden die Wettbewerbs- und Abwerbeverbote im Rahmen eines Unternehmenszusammenschlusses gemäss Art. 4 Abs. 3 KG vereinbart und sind sie mit der Durchführung dieses Unternehmenszusammenschlusses unmittelbar verbunden und für diese notwendig, werden sie (auf Antrag hin) als sog. Nebenabreden (*ancillary restraints*) ausschliesslich im Rahmen der Fusionskontrolle geprüft und von einer allfälligen Unbedenklichkeitserklärung miterfasst (sog. Konzentrationsprivileg) (vgl. unten [III.1.](#)). Die Bestimmungen der Verhaltenskontrolle von Art. 5 KG finden hier keine Anwendung. Ausserhalb von Unternehmenszusammenschlüssen, d.h. wenn die Voraussetzungen von Art. 4 Abs. 3 KG nicht erfüllt sind, oder wenn die fraglichen Wettbewerbs- oder Abwerbeverbote nicht als Nebenabrede qualifizieren, werden sie nach aktueller Behördenpraxis als Wettbewerbsabreden i.S.v. Art. 4 Abs. 1 KG gemäss Art. 5 KG beurteilt (vgl. unten [III.2.](#)).<sup>17</sup>

## **I. Wettbewerbs- und Abwerbeverbote im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen**

Dem schweizerischen Kartellrecht fehlen ein Erlass oder eine Bekanntmachung, die sich explizit mit Wettbewerbs- oder Abwerbeverboten im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen befassen,<sup>18</sup> dies im Unterschied zum europäischen Kartellrecht, welches eine separate Bekanntmachung zur Regelung von Nebenabreden im Zusammenhang mit Unternehmenszusammenschlüssen vorsieht.<sup>19</sup>

### *a) Rechtslage auf Ebene der EU: EU-Bekanntmachung zu Nebenabreden*

Die Europäische Kommission hat erstmals im Jahr 1990 eine Bekanntmachung erlassen, die sich in allgemeiner Weise mit der kartellrechtlichen Zulässigkeit

---

<sup>15</sup> Volz, 230 f.; BSK KG-Borer, Art. 32 N 86 f.; Heinemann, Konkurrenzverbot, 169.

<sup>16</sup> Volz, 230 f.; Weidenbach/Mühle, 353.

<sup>17</sup> Weber/Volz, Rz. 2.971 ff.; Fischer, 228; BSK KG-Borer, Art. 32 N 86 ff.; Egli, Bedeutung, 71; BSK KG-Borer, Art. 32 N 86 f.; Weber/Volz, 2.969 ff.; Thomi, Rz. 68.

<sup>18</sup> CR- Venturi/Favre, Art. 10 N 146.

<sup>19</sup> KG Dike Kommentar-Prümmer, Art. 10 N 205; Volz, 239.

von Nebenabreden – wie Wettbewerbs- und Abwerbeverboten – im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen befasst („EU-Bekanntmachung von 1990“).<sup>20</sup> Im Jahr 2001 erliess die Kommission eine neue Bekanntmachung („EU-Bekanntmachung von 2001“),<sup>21</sup> welche am 5. März 2005 von der noch heute geltenden Version, der *Bekanntmachung der Europäischen Kommission über Einschränkungen des Wettbewerbs, die mit der Durchführung von Unternehmenszusammenschlüssen unmittelbar verbunden und für diese notwendig sind* (2005/C 56/03) („EU-Bekanntmachung“), abgelöst wurde. Zwar bewirkt die EU-Bekanntmachung zwingend nur eine Selbstbindung der Europäischen Kommission. Da sie auf langjähriger Entscheidungspraxis der Europäischen Kommission fusst und auch Entscheidungen der EU-Gerichte berücksichtigt, wird sie aber auch von den nationalen Gerichten der EU-Mitgliedstaaten als Auslegungshilfe herangezogen und berücksichtigt.<sup>22</sup>

#### aa) Allgemeine Grundsätze

Als allgemeiner Grundsatz hält die EU-Bekanntmachung fest, dass Nebenabreden zulässig und von einem Fusionsentscheid gedeckt sind, wenn sie mit der Durchführung eines Unternehmenszusammenschlusses „unmittelbar verbunden“ und für diese „notwendig“ sind. Die Kriterien „unmittelbare Verbundenheit“ und „Notwendigkeit“ sind dabei objektiver Natur.<sup>23</sup> Für die Erfüllung der Kriterien reicht es nicht aus, wenn lediglich die beteiligten Unternehmen eine Abrede als mit der Durchführung des Unternehmenszusammenschlusses unmittelbar verbunden und für diese notwendig erachten; vielmehr ist erforderlich, dass die Abrede angesichts ihrer Art und der Merkmale des Marktes auch von anderen Unternehmen unter ähnlichen Gegebenheiten geschlossen worden wäre.<sup>24</sup>

Das Kriterium der „unmittelbaren Verbundenheit“ bedeutet, dass das Wettbewerbsverbot in wirtschaftlicher Hinsicht mit dem Unternehmenszusammenschluss verbunden ist und den reibungslosen Übergang zur neuen Unternehmensstruktur gewährleisten soll. Unmittelbarkeit ist nur gegeben, wenn die Vereinbarung im Rahmen des Unternehmenszusammenschlusses selbst er-

---

<sup>20</sup> Bekanntmachung der Kommission über Nebenabreden zu Zusammenschlüssen nach der Verordnung (EWG) Nr. 4064/89 des Rates vom 21. Dezember 1989 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen (90/C 203/05) vom 14. August 1990.

<sup>21</sup> Bekanntmachung der Kommission über Einschränkungen des Wettbewerbs, die mit der Durchführung von Unternehmenszusammenschlüssen unmittelbar verbunden und für diese notwendig sind (2001/C 188/03) vom 4. Juli 2001.

<sup>22</sup> Volz, 234.

<sup>23</sup> Kartellrecht-Komm.-Käseberg Art. 8 FKVO N 92.

<sup>24</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 11; Demir, 52.



folgt. Es reicht nicht aus, dass eine Vereinbarung im gleichen Zusammenhang oder zum gleichen Zeitpunkt wie der Zusammenschluss zustande gekommen ist.<sup>25</sup>

Das Kriterium der „Notwendigkeit“ bedeutet, dass ohne die fragliche Abrede der Zusammenschluss entweder gar nicht oder nur unter deutlich ungewissen Voraussetzungen, zu wesentlich höheren Kosten, über einen spürbar längeren Zeitraum oder mit erheblich geringeren Erfolgsaussichten durchgeführt werden könnte.<sup>26</sup> Notwendige Nebenabreden zeichnen sich dadurch aus, dass sie darauf abzielen, den übertragenen Vermögenswert zu erhalten, die Versorgungssicherheit nach Auflösung einer wirtschaftlichen Einheit zu gewährleisten oder den Start eines neuen Unternehmens zu ermöglichen. Bei der Klärung der Frage, ob eine Einschränkung notwendig ist, muss nicht nur die Art der Einschränkung berücksichtigt, sondern zugleich sichergestellt werden, dass die Einschränkung hinsichtlich ihrer Geltungsdauer sowie ihres sachlichen und räumlichen Geltungsbereichs nicht über das hinausgeht, was für die Durchführung des Zusammenschlusses wirklich erforderlich ist. Gibt es Alternativen, mit denen sich das legitime Ziel genauso wirksam erreichen lässt, so sind die Unternehmen gehalten, sich für die Lösung zu entscheiden, die den Wettbewerb objektiv gesehen am wenigsten einschränkt.<sup>27</sup>

Für die Beurteilung dieser Verhältnismässigkeit im engeren Sinn, d.h. des zulässigen zeitlichen, sachlichen, räumlichen und persönlichen Geltungsbereichs, stellt die EU-Bekanntmachung unterschiedliche Grundsätze für die Übernahme eines Unternehmens (d.h. den Erwerb alleiniger Kontrolle) (vgl. unten [III.1.a\)bb\)](#)) und für die Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens (d.h. den Erwerb gemeinsamer Kontrolle) auf (vgl. unten [III.1.a\)cc\)](#)).<sup>28</sup>

#### *bb) Wettbewerbs- und Abwerbeverbote beim Erwerb alleiniger Kontrolle*

Wettbewerbs- und Abwerbeverbote im Zusammenhang mit der Übernahme eines Unternehmens, d.h. dem Erwerb alleiniger Kontrolle, sind von vornherein nur dann als notwendig zu betrachten, wenn neben materiellen Vermögenswerten (wie Grundstücken, Gebäuden oder Maschinen) auch immaterielle Vermögenswerte (wie Know-how oder Goodwill) übertragen werden.<sup>29</sup> Die

---

<sup>25</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 12.

<sup>26</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 13.

<sup>27</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 13.

<sup>28</sup> Kartellrecht-Komm.-Käseberg, Art. 8 FKVO N 93.

<sup>29</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 21.

zulässige zeitliche Beschränkung eines Wettbewerbs- oder Abwerbeverbots richtet sich entscheidend danach, von welcher Art die übertragenen Vermögenswerte sind.<sup>30</sup>

In zeitlicher Hinsicht sind Wettbewerbs- und Abwerbeverbote für eine Dauer von bis zu drei Jahren gerechtfertigt, wenn sowohl der Geschäftswert (Goodwill) als auch das Know-how übertragen werden. Wird lediglich der Geschäftswert (Goodwill) übertragen, verkürzt sich der zulässige Zeitraum auf bis zu zwei Jahre.<sup>31</sup> Die EU-Bekanntmachung geht davon aus, dass dieser Zeitraum grundsätzlich ausreicht, um dem Erwerber zu ermöglichen, den von ihm bezahlten Unternehmenswert auch tatsächlich für seine Einflussosphäre zu sichern.<sup>32</sup>

Der räumliche Geltungsbereich von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten muss sich auf das Gebiet beschränken, in dem der Veräusserer die betreffenden Waren oder Dienstleistungen bereits vor der Unternehmensübertragung angeboten hat, da der Erwerber in Gebieten, in denen der Veräusserer zuvor nicht präsent war, nicht geschützt zu werden braucht. Der räumliche Geltungsbereich kann jedoch auf Gebiete erstreckt werden, in denen der Veräusserer zum Zeitpunkt der Unternehmensübertragung erst geschäftlich tätig zu werden plante, sofern dies durch entsprechende Investitionen nachgewiesen werden kann.<sup>33</sup>

Dementsprechend müssen sich die Wettbewerbs- und Abwerbeverbote in sachlicher Hinsicht auf die Waren – einschliesslich verbesserter oder aktualisierter Versionen sowie Nachfolgemodelle – und Dienstleistungen beschränken, die den Geschäftsgegenstand des übertragenen Unternehmens bilden. Hierzu können auch Waren und Dienstleistungen zählen, die sich zum Zeitpunkt der Übertragung in einem fortgeschrittenen Entwicklungsstadium befinden, oder fertig entwickelte Erzeugnisse, die aber noch nicht auf den Markt gebracht wurden. Der Schutz des Erwerbers vor dem Wettbewerb des Veräusserers in Produktions- oder Dienstleistungsmärkten, in denen das zu übertragende Unternehmen vor der Übertragung noch nicht tätig war, wird gemäss der EU-Bekanntmachung als unnötig erachtet.<sup>34</sup>

---

<sup>30</sup> Kartellrecht-Komm.-Käseberg, Art. 8 FKVO N 94.

<sup>31</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 19 f.

<sup>32</sup> Weidenbach/Mühle, 355.

<sup>33</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 22.

<sup>34</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 23.

In persönlicher Hinsicht können durch ein Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot neben dem Veräusserer des übertragenen Unternehmens auch dessen Tochtergesellschaften und seine Handelsvertreter verpflichtet werden, nicht jedoch sonstige Dritte.<sup>35</sup>

Vereinbarungen, die das Recht des Veräusserers einschränken, Anteile an einem Unternehmen zu erwerben oder zu erhalten, das mit dem übertragenen Unternehmen im Wettbewerb steht, gelten unter denselben Bedingungen wie bei den oben genannten Wettbewerbsverboten als mit der Durchführung des Zusammenschlusses verbunden und für diese notwendig, es sei denn, sie hindern den Veräusserer daran, Anteile allein zu Investitionszwecken zu erwerben oder zu halten, ohne dass damit direkt oder indirekt Leitungsfunktionen oder materielle Einflussnahme im Konkurrenzunternehmen verbunden sind.<sup>36</sup>

*cc) Wettbewerbs- und Abwerbeverbote beim Erwerb gemeinsamer Kontrolle*

Für den Erwerb der gemeinsamen Kontrolle gelten mit gewissen Abweichungen die gleichen Grundsätze wie für den Erwerb der alleinigen Kontrolle. Wenn von Gründerunternehmen zusammen ein Gemeinschaftsunternehmen gegründet wird und dabei Wettbewerbs- oder Abwerbeverbote vereinbart werden, werden diese von der EU-Bekanntmachung dann als mit der Durchführung des Zusammenschlusses unmittelbar verbunden und für diese notwendig erachtet, wenn sich die Verpflichtungen auf die Waren, Dienstleistungen und Gebiete beziehen, die in der betreffenden Gründungsvereinbarung oder Satzung vorgesehen sind.<sup>37</sup>

In zeitlicher Hinsicht können zwischen den Gründerunternehmen und einem Gemeinschaftsunternehmen bestehende Wettbewerbs- und Abwerbeverbote so lange als mit der Durchführung des Zusammenschlusses unmittelbar verbunden und für diese notwendig angesehen werden, wie das Gemeinschaftsunternehmen besteht.<sup>38</sup>

Der räumliche Geltungsbereich von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten muss sich auf das Gebiet beschränken, in dem die Gründerunternehmen die betreffenden Waren oder Dienstleistungen vor der Gründung des Gemeinschaftsunternehmens abgesetzt bzw. erbracht haben. Er kann jedoch auf Ge-

---

<sup>35</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 24; Kartellrecht-Komm.-Käseberg, Art. 8 FKVO N 94.

<sup>36</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 25.

<sup>37</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 36.

<sup>38</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 36.

biete erstreckt werden, in denen die Gründerunternehmen zum Zeitpunkt der Unternehmensgründung geschäftlich tätig zu werden planten, sofern sie bereits entsprechende Investitionen getätigt haben.<sup>39</sup>

Ebenso sind Wettbewerbs- und Abwerbeverbote auf die Waren oder Dienstleistungen zu beschränken, die den Geschäftsgegenstand des Gemeinschaftsunternehmens bilden. Hierzu können auch Waren und Dienstleistungen zählen, die sich zum Zeitpunkt der Gründung in einem fortgeschrittenen Entwicklungsstadium befinden, oder fertig entwickelte Produkte, die noch nicht auf den Markt gebracht wurden.<sup>40</sup>

Wird ein Gemeinschaftsunternehmen gegründet, um einen neuen Markt zu erschliessen, wird auf diejenigen Waren, Dienstleistungen und Gebiete Bezug genommen, auf denen das Gemeinschaftsunternehmen nach der betreffenden Gründungsvereinbarung oder Nebenvereinbarung aktiv sein soll.<sup>41</sup>

In persönlicher Hinsicht hält die EU-Bekanntmachung explizit fest, dass Wettbewerbs- oder Abwerbeverbote zwischen Gründerunternehmen ohne Beherrschungsmacht und einem Gemeinschaftsunternehmen nicht als mit der Durchführung des Zusammenschlusses unmittelbar verbunden und für diese nicht als notwendig gelten.<sup>42</sup>

#### *b) Rechtslage in der Schweiz*

##### *aa) Allgemeines*

Unter Geltung der ersten beiden Schweizer Kartellgesetzgebungen von 1962 und 1985 erfuhren die einseitigen Wettbewerbs- und Abwerbeverbote eine kategorische Ausklammerung: Beide Gesetze richteten sich primär gegen Kartelle und herrschende Lehre und Rechtsprechung gingen folglich davon aus, dass das Kartell begriffsnotwendig eine gesellschaftliche oder gesellschaftsähnliche Organisationsstruktur erfordere, die bei einseitigen Verpflichtungen eindeutig fehle.<sup>43</sup>

Unter Geltung des aktuellen Kartellgesetzes hat sich das schweizerische Bundesgericht soweit ersichtlich erst ein einziges Mal mit der besonderen Rolle

---

<sup>39</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 37.

<sup>40</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 38.

<sup>41</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 39.

<sup>42</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 40; vgl. dazu auch Europäische Kommission, 21. März 2000, Fall COMP/M.1636, MMS/DASA/Astrium, Rz. 155–157; Kartellrecht-Komm.-Käseberg, Art. 8 FKVO N 104.

<sup>43</sup> Demir, 69.

von Wettbewerbsverboten im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen beschäftigt.<sup>44</sup> In dieser Entscheidung von 1998<sup>45</sup> sprach sich das Bundesgericht auch unter Geltung des neuen Kartellgesetzes von 1995 für einen Fortbestand des alten Rechtszustandes aus und wandte entsprechend das Gesetz auf die einseitigen Wettbewerbsverbote nicht an, da bei einseitigen Wettbewerbsverboten keine kartellrechtliche Organisation vorliege und deshalb nicht von Wettbewerbsabreden im Sinne von Art. 4 Abs. 1 KG gesprochen werden könne.<sup>46</sup> Das Bundesgericht grenzte sich hiermit bewusst von der Rechtslage in der EU ab<sup>47</sup> und argumentierte massgeblich mit dem veralteten Begriff der „kartellähnlichen Organisation“.<sup>48</sup> Dieser Bundesgerichtsentscheid wurde in der Lehre hinsichtlich seiner Begründung einhellig abgelehnt, da das aktuelle Kartellgesetz nicht mehr, wie noch unter Geltung der alten Gesetze, eine „gemeinsame Beschränkung“ des Wettbewerbs voraussetzt. Die Argumentation des Bundesgerichts gilt daher zurecht nicht mehr als aktuell.<sup>49</sup>

Auch die Wettbewerbskommission („WEKO“) hat sich von der erläuterten bundesgerichtlichen Rechtsprechung zu einseitigen Wettbewerbsverboten distanziert. Im Zusammenschlussvorhaben *ISS/Edelweissfm* aus dem Jahr 2006 hat sich die WEKO eingehend mit dem Bundesgerichtsentscheid auseinandergesetzt und ist zum Schluss gekommen, dass Wettbewerbsverbote grundsätzlich als Wettbewerbsabreden im Sinne von Art. 4 Abs. 1 KG eingestuft werden müssen.<sup>50</sup> Im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen sei die Qualifikation von Wettbewerbsverboten als Wettbewerbsabreden aber dann entbehrlich, wenn die Wettbewerbsverbote räumlich, sachlich und zeitlich notwendig seien, um den Aufbau des Kundenstamms oder des Know-hows nach einem vollzogenen Unternehmenszusammenschluss sicherzustellen. Dann seien die Wettbewerbsverbote nicht als Wettbewerbsabreden zu behandeln und müssen nicht auf ihre Unzulässigkeit gemäss Art. 5 KG überprüft werden.<sup>51</sup> Dabei hat die WEKO explizit auf die EU-Bekanntmachung und die darin

---

<sup>44</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 169; Volz, 231 ff.

<sup>45</sup> BGE 124 III 495.

<sup>46</sup> Cotti, Rz. 233.

<sup>47</sup> BGE 124 III 495 E. 2: „Die umschriebene Konzeption lässt sich indessen nicht ohne weiteres auch auf das schweizerische Recht übertragen. Der Gesetzgeber hat bei der Revision des Kartellgesetzes zwar eine gewisse Anlehnung an das Recht der Europäischen Union angestrebt, jedoch – namentlich mit Rücksicht auf die andere verfassungsrechtliche Ausgangslage – bewusst auf eine vollständige Angleichung verzichtet“.

<sup>48</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 170.

<sup>49</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 170; Demir, 72 f.; Cotti, Rz. 236; Martenet/Heinemann, 96 f.

<sup>50</sup> RPW 2006/4, 682 ff., 690, Rz. 40 f. – *ISS/Edelweissfm*; KG Dike Kommentar-Bangerter/Zirlick, Art. 4 N 204.

<sup>51</sup> RPW 2006/4, 682 ff., 690, Rz. 40 f. – *ISS/Edelweissfm*.

aufgestellten Kriterien der „unmittelbaren Verbundenheit“ und „Notwendigkeit“ hingewiesen und die im konkreten Fall vereinbarten Wettbewerbsverbote unter diesen Gesichtspunkten geprüft.<sup>52</sup>

In den fusionskontrollrechtlichen Entscheiden der WEKO der letzten zehn Jahre wird jeweils explizit festgehalten, dass die WEKO ihre Praxis bezüglich Wettbewerbs- und Abwerbeverbote im Zusammenhang mit Unternehmenszusammenschlüssen weitgehend nach der EU-Bekanntmachung richtet.<sup>53</sup> Die Prüfung durch die WEKO erfolgt dabei nur auf Antrag hin und nicht von Amtes wegen.<sup>54</sup> In den letzten zehn Jahren wurden der WEKO mehr als 250 Unternehmenszusammenschlüsse gemeldet, wobei aber nur in ca. 60 Fällen eine Prüfung von Wettbewerbs- oder Abwerbeverboten beantragt wurde.<sup>55</sup> Aufgrund der grossen Bedeutung solcher Nebenabreden für die Durchführung und den Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen ist mit einer viel höheren Dunkelziffer solcher Nebenabreden zu rechnen. Ein Grund für die zurückhaltende Beantragung der Prüfung von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten ist die restriktive Praxis der WEKO,<sup>56</sup> die in jüngerer Zeit grundsätzlich starr und mechanisch den Kriterien der EU-Bekanntmachung folgt und sich auch in begründeten Einzelfällen nicht darüber hinaus wagt. In der Regel wird heute daher nur noch die Prüfung solcher Wettbewerbs- und Abwerbeverbote beantragt, die klar in das Raster der EU-Bekanntmachung passen und damit unproblematisch sind. Für komplexere bzw. einzelfallbezogene Konstellationen wird meist keine Prüfung durch die WEKO beantragt, sondern eine Selbsteinschätzung vorgenommen, denn eine Beurteilung durch die WEKO ist für die Zulässigkeit von Wettbewerbsabreden nicht konstitutiv. Erfüllt eine nicht beurteilte Abrede die Voraussetzungen der „unmittelbaren Verbundenheit“ und der „Notwendigkeit“, ist sie auch ohne Prüfung durch die WEKO

---

<sup>52</sup> RPW 2006/4, 682 ff., 690, Rz. 41 ff. – ISS/*Edelweissfm*; BSK KG-Krauskopf/Schaller, Art. 5 N 42; BSK KG-Borer, Art. 32 N 88.

<sup>53</sup> Thomi, 237, Rz. 57.

<sup>54</sup> Vgl. Merkblatt und Formular der WEKO zur Meldung eines Zusammenschlussvorhabens vom 21. Oktober 2014 (BBl 2014 8321–8334; Stand am 1. August 2015), 12; RPW 2020/1, 251 ff., 257, Rz. 65 – *Medbase/Zur Rose*; Thomi, 241, Rz. 71.

<sup>55</sup> Die WEKO prüft solche Nebenabreden im Rahmen der Fusionskontrolle ausserdem nicht von Amtes wegen, sondern lediglich auf Begehren hin; vgl. RPW 2018/4, 866 ff., 917, Rz. 365 – *AZ Medien/NZZ*.

<sup>56</sup> Ein weiterer Grund für eine hohe Dunkelziffer ist der Umstand, dass in der Schweiz wegen der hohen Schwellenwerte viele Zusammenschlussvorhaben nicht meldepflichtig sind und eine Prüfung durch die WEKO deshalb von vornherein ausser Betracht fällt.

zulässig und durch den fusionskontrollrechtlichen Entscheid gedeckt, jedoch tragen die Zusammenschlussparteien nach Freigabe des Vorhabens das Beurteilungsrisiko.<sup>57</sup>

Primäre Voraussetzung dafür, dass ein Wettbewerbs- oder Abwerbverbot nicht als Wettbewerbsabrede unter Art. 5 KG fällt, sondern vom Konzentrationsprivileg profitiert, ist somit, dass es sich bei der in Frage stehenden Transaktion tatsächlich um einen Unternehmenszusammenschluss i.S.v. Art. 4 Abs. 3 KG handelt.<sup>58</sup> Ein Unternehmenszusammenschluss kann durch Fusion, durch Erwerb alleiniger Kontrolle oder durch Erwerb gemeinsamer Kontrolle bewirkt werden.<sup>59</sup> Wesentliches Merkmal ist dabei der Kontrollenerwerb. Ändern sich die Kontrollverhältnisse bei einer M&A-Transaktion nicht, handelt es sich nicht um einen Unternehmenszusammenschluss im Sinne von Art. 4 Abs. 3 KG, und ein dabei vereinbartes Wettbewerbs- oder Abwerbverbot fällt unter die Vorschriften betreffend Wettbewerbsabreden gemäss Art. 5 KG.<sup>60</sup> Keine Rolle für die Definition des Begriffs des Unternehmenszusammenschlusses spielt dabei, ob der Unternehmenszusammenschluss gemäss Art. 9 ff. KG meldepflichtig ist oder nicht.<sup>61</sup>

#### *bb) Wettbewerbs- und Abwerbverbote beim Erwerb alleiniger Kontrolle*

In expliziter Anlehnung an die in der EU-Bekanntmachung aufgestellten Grundsätze beurteilt die WEKO Wettbewerbs- und Abwerbverbote im Rahmen des Erwerbs alleiniger Kontrolle somit als zulässig, wenn sie mit der Durchführung des Unternehmenszusammenschlusses unmittelbar verbunden und für diese notwendig sind.<sup>62</sup> Verpflichtet werden können der Veräusserer, seine Tochtergesellschaften und Handelsvertreter. Das zulässige zeitliche Mass beträgt grundsätzlich bis zu drei Jahre, wenn mit dem Unternehmen sowohl der Geschäftswert (Goodwill) als auch das Know-how übertragen wird, bzw. bis zu zwei Jahren, wenn nur der Geschäftswert (Goodwill) Gegenstand der Transaktion ist.<sup>63</sup> Der räumliche Geltungsbereich hat sich grundsätzlich auf das Gebiet zu beschränken, in dem der Veräusserer die betreffenden Wa-

---

<sup>57</sup> KG Dike Kommentar-Prümmer, Art. 10 N 216; KG Dike Kommentar-Ritschard/Spühler, Art. 32 N 44 f.; vgl. auch Commission Decision, Case COMP/39736 of 18 June 2012 – *Areva SA/Siemens AG*, Rz. 40 für Situation auf Ebene der EU.

<sup>58</sup> Volz, Wettbewerbsverbote als Ancillary Restraints beim Unternehmenskauf, 229 f.; Ruggli/Vischer, 300; Weber/Volz, 2.971.

<sup>59</sup> BSK KG-Reinert/Vischer, Art. 4 Abs. 3 N 213.

<sup>60</sup> Ruggli/Vischer, 300; Volz, 229 f.

<sup>61</sup> Volz, 230.

<sup>62</sup> RPW 2017/1, 110 ff., 115 f., Rz. 51 ff. – *Tech Data/Avnet TS*.

<sup>63</sup> RPW 2017/1, 110 ff., 116, Rz. 58 – *Tech Data/Avnet TS*.

ren oder Dienstleistungen bereits vor der Unternehmensübertragung angeboten hat (vgl. oben [III.1.a\)bb\)](#)).<sup>64</sup> In gleicher Weise müssen sich Wettbewerbs- und Abwerbeverbote grundsätzlich auf die Waren – einschliesslich verbesserter oder aktualisierter Versionen sowie Nachfolgemodelle – und Dienstleistungen beschränken, die den Geschäftsgegenstand des übertragenen Unternehmens bilden (vgl. oben [III.1.a\)bb\)](#)).

*aaa) Zulässige Dauer von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten?*

In der Praxis stellt sich die Frage, ob Wettbewerbs- und Abwerbeverbote von mehr als drei Jahren, insbesondere von fünf Jahren, zulässig sind. Wie bereits erwähnt, ist die zulässige Geltungsdauer von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten gemäss der EU-Bekanntmachung grundsätzlich auf maximal drei Jahre beschränkt.<sup>65</sup> Während die Fassungen der EU-Bekanntmachung von 1990<sup>66</sup> und 2001<sup>67</sup> noch explizit festhielten, dass längerfristige Verbote unter bestimmten Voraussetzungen gerechtfertigt sein können, verweist die aktuelle Version der EU-Bekanntmachung von 2005 nur noch in einer Fussnote auf solche Ausnahmefälle.<sup>68</sup> Diese Ausnahmefälle zeichnen sich insbesondere durch einen hohen Grad an Kundentreue<sup>69</sup> oder einen langen wirtschaftlichen Lebenszyklus der betroffenen Produkte<sup>70</sup> aus.

Die WEKO hätte die Möglichkeit, auch Wettbewerbsverbote von bis zu fünf Jahren als zulässig zu erachten, wie sie es in ihrer älteren Praxis gehandhabt hat. In einem Entscheid aus dem Jahr 2001 liess die WEKO ein Wettbewerbsverbot von fünf Jahren im Rahmen des Zusammenschlussvorhabens *Bombar-*

---

<sup>64</sup> RPW 2017/1, 110 ff., 116, Rz. 59 – *Tech Data/Avnet TS*.

<sup>65</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 20.

<sup>66</sup> EU-Bekanntmachung von 1990, 2: „Was die Dauer des Wettbewerbsverbots betrifft, so gilt ein Zeitraum von fünf Jahren als angemessen, wenn die Übertragung des Unternehmens den Kundenstamm und das Know-how miteinschließt; ein Zeitraum von zwei Jahren gilt dagegen als ausreichend, wenn sie sich nur auf den Kundenstamm erstreckt.“

<sup>67</sup> EU-Bekanntmachung von 2001, Rz. 15: „Längerfristige Verbote sind nur unter bestimmten Voraussetzungen gerechtfertigt: wenn zum Beispiel nachgewiesen wird, dass die Kunden dem Veräußerer länger als zwei Jahre treu bleiben oder – sofern eine zusätzliche Schutzfrist auch durch die Übertragung von Know-how gerechtfertigt ist – länger als drei Jahre.“

<sup>68</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 20 Fn. 6; Volz, 236; BSK KG-Borer/Kostka, Art. 32 N 91.

<sup>69</sup> Entscheidung der Kommission vom 1. September 2000 COMP/M.1980 – *Volvo/Renault V.I.*, Rz. 56.

<sup>70</sup> Entscheidung der Kommission vom 23. Oktober 1998 IV/M.1298 – *Kodak/Imation*, Rz. 73; RPW, 2009/4, 451 ff., Rz. 68 – *Emmi Interfräis SA/Kellenberger Frisch Service SA*; *CR-Venturi/Favre*, Art. 10 N 151.



dier/Atranz zu, weil es im Rahmen des Notwendigen liege.<sup>71</sup> Im Zusammenhang mit dem bereits erwähnten Zusammenschlussvorhaben ISS/Edelweissfm aus dem Jahr 2006 erachtete die WEKO auch unter Anwendung der aktuellen EU-Bekanntmachung ein Wettbewerbsverbot von fünf Jahren als gerechtfertigt, weil der praktisch ausschliessliche Wert des übertragenen Unternehmens im Vertrag mit der Hauptkundin bestand und es für den Erwerber (ISS) deshalb von herausragender Bedeutung war, diesen Vertrag wieder zu erlangen. Durch das fünfjährige Wettbewerbsverbot sollte sichergestellt werden, dass sich die Aktionäre des Veräusserers (Edelweissfm) nach dem Auslaufen des Vertrages nicht unter einer neuen Firma für das Mandat bewerben konnten. Seit diesem Entscheid hat die WEKO soweit ersichtlich jedoch in keinem Fall mehr ein Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot von über drei Jahren als zulässig erachtet, auch wenn dies im Einzelfall unter Umständen hätte gerechtfertigt werden können.

So entschied die WEKO im Jahr 2015, dass das zwischen der Swisscom und Tamedia im Rahmen des Zusammenschlussvorhabens *Swisscom Directories AG/Search.ch AG* vereinbarte fünfjährige Wettbewerbsverbot nicht gerechtfertigt sei, da keine qualifizierenden Gründe ersichtlich seien, die ein über drei Jahre hinausgehendes Verbot rechtfertigen würden.<sup>72</sup> Die Situation, dass Tamedia durch den Verkauf ihrer Beteiligung erhebliche Mittel zufließen, welche Tamedia dafür einsetzen könnte, konkurrenzierende Aktivitäten aufzunehmen, sei keineswegs ungewöhnlich. Daran ändere auch nichts, dass Tamedia in mit dem übertragenen Unternehmen verwandten Bereichen tätig bleibe und sich dadurch ein gewisses Mass an Know-how erhalten könne. Daher sei das vereinbarte Wettbewerbsverbot nur für einen Zeitraum von maximal drei Jahren als unbedingt notwendig zu qualifizieren und damit durch das Zusammenschlussvorhaben gedeckt.<sup>73</sup>

Vor diesem Hintergrund ist unklar, ob Wettbewerbs- und Abwerbeverbote von mehr als drei Jahren heute noch zulässig abgeschlossen werden können. Bei Vorliegen besonderer Gründe kann eine längere Dauer im Einzelfall grundsätzlich gerechtfertigt sein. Die WEKO ist diesbezüglich aber sehr zurückhaltend.<sup>74</sup>

---

<sup>71</sup> RPW 2001/1, 129 ff., 131, Rz. 15 – *Bombardier/Atranz*.

<sup>72</sup> RPW 2015/3, 375 ff. – *Swisscom Directories AG/Search.ch AG*.

<sup>73</sup> RPW 2015/3, 375 ff., Rz. 165 f. – *Swisscom Directories AG/Search.ch AG*.

<sup>74</sup> Thomi, 238, Rz. 60.

*bbb) Zulässige Dauer von Wettbewerbsverboten bei Stufenerwerb der alleinigen Kontrolle?*

Ein von der EU-Bekanntmachung nicht adressiertes Problem ist, wann die zwei- bzw. dreijährige Geltungsdauer des Wettbewerbsverbots zu laufen beginnt, wenn die alleinige Kontrolle über mehrere, von vornherein vorgesehene Stufen erworben wird. Denkbar ist etwa, dass zunächst eine 25%ige Beteiligung erworben wird, welche nach einem Jahr auf eine 50%ige Beteiligung erhöht und noch ein Jahr später kontinuierlich bis zur vollständigen Kontrollübernahme aufgestockt wird.<sup>75</sup> In der Lehre wird richtigerweise vertreten, dass die Frist für das Wettbewerbsverbot erst dann zu laufen beginnt, wenn die Beteiligung des Veräusserers auf eine reine Finanzbeteiligung reduziert worden ist. Bis zu diesem Zeitpunkt hat nämlich der Erwerber keine Möglichkeit, den Unternehmenswert ungehindert und exklusiv für seine Einflussosphäre zu sichern. Je nach den konkreten Umständen kann in derartigen Fällen der Tatsache Rechnung getragen werden, dass der Erwerber im Zeitpunkt der Erlangung der gemeinsamen Kontrolle die gesellschaftsrechtlich vermittelte Möglichkeit erhält, zumindest einen Teil des Unternehmenswerts in seine Einflussosphäre zu transferieren. Andererseits hat der Veräusserer während der Dauer der gemeinsamen Kontrolle nach wie vor privilegierten Zugang zu Know-how, Strategie, Informationen und Geschäftswert (Goodwill) des Unternehmens. Es ist in solchen Fällen daher in der Regel nicht angebracht, nur noch ein zwei- und kein dreijähriges Wettbewerbsverbot zuzulassen, wie dies von der Lehre vereinzelt vertreten wird.<sup>76</sup> Gegen eine solche verkürzte Dauer des Wettbewerbsverbots spricht auch, dass bei einem Wechsel von gemeinsamer zu alleiniger Kontrolle grundsätzlich nichts gegen ein dreijähriges Wettbewerbsverbot spricht.<sup>77</sup> Es ist nicht ersichtlich, weshalb dies nicht auch bei einem Stufenerwerb gelten sollte.

*ccc) Zulässigkeit von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten gegenüber nicht kontrollierenden Veräusserern?*

In der Lehre stellt sich sodann die Frage, wer alles Adressat eines Wettbewerbs- oder Abwerbeverbots sein kann. Gemäss EU-Bekanntmachung kann der Veräusserer sich selbst, seine Tochtergesellschaften und seine Handelsvertreter zur Beachtung des Wettbewerbs- oder Abwerbeverbots verpflichten.<sup>78</sup>

---

<sup>75</sup> Weidenbach/Mühle, 355.

<sup>76</sup> Weidenbach/Mühle, 355; Volz, 240.

<sup>77</sup> Vgl. im Einzelnen oben [III.1.b\)ccc\)ddd\)](#).

<sup>78</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 24.

Die EU-Bekanntmachung äussert sich nicht weiter zur Frage, ob lediglich Veräusserer, die ein Unternehmen allein oder gemeinsam kontrolliert haben, oder auch nicht kontrollierende Veräusserer Adressaten eines Wettbewerbsverbots sein können. Auch die WEKO behandelt die Frage nicht systematisch und äussert sich entsprechend in ihren fusionskontrollrechtlichen Entscheiden auch nicht zu den konkreten Beteiligungsverhältnissen im jeweils zu übertragenden Unternehmen oder zu anderen die Kontrolle verleihenden Sachverhaltselementen. In der Lehre wird richtigerweise festgehalten, dass es objektiv auch erforderlich, d.h. unmittelbar mit der Durchführung des Unternehmenszusammenschlusses verbunden und für diese notwendig, sein kann, einen nicht kontrollierenden Gesellschafter bei der Veräusserung seiner Minderheitsbeteiligung einem Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot zu unterwerfen, wenn er nicht nur Gesellschafter des Unternehmens war, sondern auch im operativen Geschäft Einfluss genommen hat.<sup>79</sup> In der EU werden entsprechend auch Wettbewerbsverbote mit nicht beherrschenden Gesellschaftern als zulässig erachtet. U.E. ist diese Ansicht ohne Weiteres auf die Schweiz übertragbar. So sollte wie im EU-Recht die Zulässigkeit von Wettbewerbs- und Abwerbeverböten auf alle Veräusserer erstreckt werden, die durch Entfaltung einer Konkurrenzfähigkeit in der Lage wären, eine wie auch immer geartete nachträgliche „Wertminderung“ des übertragenen Unternehmens herbeizuführen.<sup>80</sup>

Je geringer der veräussernde Gesellschafter jedoch mit dem operativen Geschäft, den immateriellen Werten, wie dem Know-how, oder der Strategie des übertragenen Unternehmens vertraut war, umso weniger rechtfertigt sich ein Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot. Zudem ist zu berücksichtigen, dass sich der Einfluss von nicht kontrollierenden Gesellschaftern auf das übertragene Unternehmen bzw. deren Möglichkeit, den Wert des übertragenen Unternehmens durch eine konkurrenzierende Tätigkeit auszuhöhlen, unter Umständen schneller verringern dürfte als bei einem kontrollierenden Gesellschafter, und deshalb die Dauer eines allfälligen Wettbewerbs- und Abwerbeverbots ggf. entsprechend reduziert werden kann.<sup>81</sup> Das ist im Einzelfall zu prüfen. Eine Praxis der Wettbewerbsbehörden existiert dazu soweit ersichtlich noch nicht.

#### *ddd) Zulässigkeit von Wettbewerbsverboten gegenüber natürlichen Personen?*

Einem Aspekt, dem bisher wenig Beachtung geschenkt wurde, ist die Frage nach der kartellrechtlichen Erfassung von Wettbewerbsverboten mit natürlichen Personen.

---

<sup>79</sup> Weidenbach/Mühle, 356 mit Verweis auf Kapp/Schumacher, 488; Volz, 236.

<sup>80</sup> Heuchert, 274.

<sup>81</sup> Vgl. Weidenbach/Mühle, 356 mit Verweis auf Kapp/Schumacher, 488.

Bei M&A-Transaktionen werden oftmals Wettbewerbsverbote gegenüber natürlichen Personen in den Arbeitsvertrag mit dem übertragenen Unternehmens oder in den Unternehmenskaufvertrag aufgenommen.<sup>82</sup> Insbesondere in Fällen von Schlüsselpersonen wie Gründern oder anderen Beteiligten mit viel Wissen über die Produkte oder das Geschäft, erscheint die kartellrechtliche Würdigung von Wettbewerbsverboten mit Blick auf Art. 2 Abs. 1<sup>bis</sup> KG nicht trivial. Die zwei Fragen, die es zu klären gilt, sind, ob die Schlüsselpersonen als Unternehmen im Sinne von Art. 2 Abs. 1<sup>bis</sup> KG qualifiziert werden können und ob auf sie die Ausnahme für Arbeitnehmer anwendbar ist, wenn das Wettbewerbsverbot im Arbeitsvertrag geregelt ist. Ggf. muss beurteilt werden, wie solche Wettbewerbsverbote im Lichte der Praxis der WEKO bezüglich Nebenabreden zu würdigen sind.

Der kartellrechtliche Unternehmensbegriff ist weit zu verstehen.<sup>83</sup> Dass natürliche Personen vom funktionalen Unternehmensbegriff<sup>84</sup> in Art. 2 Abs. 1<sup>bis</sup> KG erfasst sein können, steht bereits lange fest.<sup>85</sup> So muss ein Unternehmen über keine rechtliche Selbstständigkeit bzw. Rechtspersönlichkeit verfügen, um unter Art. 2 Abs. 1<sup>bis</sup> KG subsumiert werden zu können.<sup>86</sup> Ob eine selbstständige Erwerbstätigkeit unter den Begriff des Unternehmens fällt, lässt sich aber nicht anhand von formellen Kriterien beurteilen.<sup>87</sup> Erforderlich ist zumindest, dass neben der selbstständigen Tätigkeit eine Teilnahme am Wirtschaftsverkehr stattfindet.<sup>88</sup> Erfasst sein können auch natürliche Personen, die kein Einzelunternehmen „als Unternehmer schlechthin“ führen, sondern als professionelle Investoren auftreten.<sup>89</sup> Nicht als Unternehmen gelten hingegen

---

<sup>82</sup> Siehe dazu z.B. Ruggli/Vischer, 300.

<sup>83</sup> Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B-3332/2012 vom 13. November 2015 E. 2.1.1; KG Dike Kommentar-Heinzmann/Mayer, Art. 2 N 6.

<sup>84</sup> Siehe zum Begriff bspw. Candrea, 51, Rz. 135.

<sup>85</sup> Zäch, 124; RPW 2003/2, 271 ff., Rz. 23 – *Fahrschule Graubünden*; RPW 2002/3, 455 ff., Rz. 17 – *Système de distribution Citroën*; RPW 2001/4, 695 ff., Rz. 3 und 8 – *Privatärztetarife im Kanton Zürich*; RPW 2000/2, 167 ff., Rz. 26 f. – *Des tarifs conseillés de l'Association fribourgeoise des écoles de circulation (AFEC)*.

<sup>86</sup> Zäch, 124.

<sup>87</sup> Borer, Art. 2 N 7; SHK KG-Rubin/Courvoisier, Art. 2 N 9.; siehe aber RPW 2004/2, 345 ff., Rz. 4 ff. – *Tarifliste der Vereinigung Professioneller Sprecherinnen und Sprecher (VPS)* bei einer diesbezüglichen Prüfung kam die WEKO zum Schluss, dass der arbeitsrechtliche und nicht der sozialversicherungsrechtliche Arbeitnehmerbegriff und dessen Voraussetzungen für die Feststellung massgeblich ist.

<sup>88</sup> Zäch, 124; Borer, Art. 2 N 7; Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B-2977/2007 vom 27. April 2010 E. 4.1; RPW 2015/3, 375 ff. Rz. 29 – *Swisscom Directories AG/Search.ch AG*.

<sup>89</sup> Borer, Art. 2 N 7.

(End-) <sup>90</sup> Konsumenten. <sup>91</sup> Ebenfalls nicht unter den Begriff des Unternehmens sollen die Arbeitnehmer fallen, da diese allfällige Güter in einem Abhängigkeitsverhältnis für den Arbeitgeber produzieren, sie mithin nicht wirtschaftlich selbständig auftreten <sup>92</sup> und ihre Arbeitstätigkeit keine Dienstleistung im Sinne des Kartellgesetzes darstellt. <sup>93</sup> In materieller Hinsicht liegt die Ausnahme der Arbeitnehmer vom Geltungsbereich von Art. 2 Abs. 1 <sup>bis</sup> KG insbesondere im strukturellen Ungleichgewicht begründet, das den Arbeitsmarkt charakterisiert. <sup>94</sup>

Diese gängigen Ausführungen scheinen für den Fall von Schlüsselpersonen eines Unternehmens mit viel Wissen über das Geschäft oder die Produkte keine abschliessende Antwort bezüglich ihrer kartellrechtlichen Erfassung zu geben. So scheinen sie zum Zeitpunkt des Abschlusses des Wettbewerbsverbots vielfach keine selbständige Tätigkeit zu erbringen, wie beispielsweise selbstständige Fahrlehrer <sup>95</sup>, Ärzte <sup>96</sup> oder Übersetzer <sup>97</sup>, sondern befinden sich oft in einem Arbeitsverhältnis. Für diese Beurteilung ist auch relevant, ob Schlüsselpersonen eines Unternehmens zugleich oder nur Gründer bzw. Inhaber von Beteiligungen am jeweiligen Unternehmen sind, das Gegenstand der Transaktion ist. Es bedarf einer differenzierten Analyse, ob die Ausdehnung des kartellrechtlichen Unternehmensbegriffs auf sie angemessen ist.

Bei einem Unternehmensverkauf besteht die Gefahr, dass der Unternehmensveräusserer mittels eines neu gegründeten oder erworbenen Unternehmens oder durch eine unselbständige Tätigkeit im Rahmen eines bereits bestehenden Konkurrenzunternehmens mit dem Erwerber unmittelbar nach der Übertragung des Unternehmens konkurrenziert <sup>98</sup> und dadurch eine wie auch immer geartete nachträgliche Wertminderung des übertragenen Unternehmens

---

<sup>90</sup> Henckel von Donnersmarck, 95 und KG Dike Kommentar-Heinzmann/Mayer, Art. 2 N 36.

<sup>91</sup> Botschaft des Bundesrates zu einem Bundesgesetz über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen (Kartellgesetz, KG) vom 23. November 1994, BBl 1995 I 468, 533; Borer, Art. 2 N 10; Zäch, 263.

<sup>92</sup> Borer, Art. 2 N 8

<sup>93</sup> So SHK KG-Rubin/Courvoisier, Art. 2 N 15; Krauskopf/Henckel, 745; KG Dike Kommentar-Heinzmann/Mayer, Art. 2 N 39 ff.

<sup>94</sup> Stöckli, 720.

<sup>95</sup> RPW 2003/2, 271 ff., Rz. 23 – Fahrschule Graubünden; RPW 2000/2, 167 ff., Rz. 25. – *Des tarifs conseillés de l'Association fribourgeoise des écoles de circulation (AFEC)*.

<sup>96</sup> RPW 1998/2, 198 ff., Rz. 12 – *Ärztliche Notfalldienste in der Stadt Zürich*; RPW 1997/4, 481 ff, Rz. 10 – *Privattarif der Ärztesgesellschaft des Kantons Bern*.

<sup>97</sup> RPW 1998/2, 203 ff, Rz. 10 f. – *Association suisse des tradacteurs terminologues et interprètes (ASTTI)*.

<sup>98</sup> Leupold, Beurteilung 185.

herbeigeführt wird.<sup>99</sup> Kann diese Gefahr nicht abgewendet werden, kann es sein, dass Unternehmensverkäufe unattraktiv werden oder gar ganz unterbleiben.<sup>100</sup>

In der Lehre wird teilweise die Ansicht vertreten, dass ein Wettbewerbsverbot, welches einem unselbständigen Erwerbstätigen eine selbständige Tätigkeit verbietet, vom Kartellgesetz erfasst ist, weil aus Sicht des Kartellgesetzes die Eigenschaft eines potenziellen Unternehmers genügt.<sup>101</sup> Zur Erfassung aller unerwünschten ökonomischen Sachverhalte soll der Begriff des Unternehmens weit verstanden werden, sodass er sämtliche potenziell wettbewerbsbeschränkende Gebilde umfasst.<sup>102</sup> Unter Anbieten und Nachfragen im Sinne von Art. 2 Abs. 1<sup>bis</sup> KG wird nicht nur der tatsächliche, freiwillige Leistungsaustausch am Markt, sondern auch die dazugehörige Vorbereitung und Hinwirkung verstanden;<sup>103</sup> bereits ein einziger Marktauftritt soll dafür genügen.<sup>104</sup> Betreffend die Begriffe der Güter und Dienstleistungen in Art. 2 Abs. 1<sup>bis</sup> KG wird erwogen, dass grundsätzlich alle möglichen Arten von Produkten und Leistungen erfasst sein sollen,<sup>105</sup> sofern sie marktfähig sind.<sup>106</sup> Folgt man dieser weiten Definition der Tätigkeiten, die unter den funktionalen Unternehmensbegriff fallen, steht fest, dass zumindest gewisse Wettbewerbsverbote mit Schlüsselpersonen erfasst sein könnten, die im Sinne des Vorstehenden wohl oftmals als „potenzielle Unternehmen“ betrachtet würden. Das Verhindern des Eintritts eines neuen Unternehmens in den Markt stellt, wie Vereinbarungen über das Ausscheiden gegen ein Entgelt,<sup>107</sup> eine wettbewerbsrelevante Handlung dar, welche einer Einordnung bedarf. Begriffe und Konzepte dürfen aber nicht konturlos angewandt werden. Eine mögliche Lösung zur Schärfung der Praxis könnte sein, an das Konzept des potentiellen Wettbewerbs anzuknüpfen.

---

<sup>99</sup> Heuchert, 274.

<sup>100</sup> Was auch die WEKO anerkennt, siehe RPW 2006/4, 682 ff., Rz. 29 – ISS/*Edehweissfm.*

<sup>101</sup> Cotti, 102.

<sup>102</sup> Candraia, 57.

<sup>103</sup> Krauskopf/Henckel, 744.

<sup>104</sup> Krauskopf/Henckel, 745.

<sup>105</sup> Heizmann, 172.

<sup>106</sup> Henckel von Donnersmarck, 90 ff. m.w.H. Dafür ist vorausgesetzt, dass es sich um Individualgüter und keine Kollektivgüter handelt.

<sup>107</sup> Leupold, Konkurrenzverbote, 151.

Die teilweise in der Lehre<sup>108</sup> und Praxis<sup>109</sup> vorausgesetzte wirtschaftliche Selbständigkeit kann u.E. bei Gründern und Schlüsselpersonen in gewissen Fällen erfüllt sein. Als wirtschaftlich selbstständig gilt, wer sich autonom verhalten und eine eigene Geschäftsstrategie verfolgen kann.<sup>110</sup> Dabei stellt sich die Frage, ob die Möglichkeit einer Person, die über einen derartigen Ruf oder Kenntnisse verfügt, die es ihr erlauben würden, den Arbeitgeber gewissermassen frei zu wählen oder ein eigenes Unternehmen aufzubauen, darunterfällt. Dies lässt sich nicht generell beantworten, sondern muss jeweils anhand der Umstände des konkreten Einzelfalls geprüft werden. Der Wunsch des Erwerbers des übertragenen Unternehmens, ein Wettbewerbsverbot mit der entsprechenden Person zu vereinbaren, wäre zumindest ein Indiz dafür, dass diese Person in der Lage zu sein scheint, als Unternehmer oder durch seine (leitende) Arbeit in einem anderen Unternehmen, mit dem übertragenen Unternehmen zu konkurrenzieren.

Als zweite Frage stellt sich, ob die Tätigkeiten von Gründern oder Schlüsselpersonen, die Arbeitnehmer sind, unter die Ausnahme für Arbeitnehmer fallen. Für die Nichtanwendung dieser Ausnahme auf Gründer oder Schlüsselpersonen spricht, dass es sich auf dieser hohen Hierarchie- und Wissensstufe um keinen normalen Arbeitsmarkt handelt; das Machtverhältnis tendiert in solchen Fällen zugunsten des Arbeitnehmers, was die Argumentation, wonach es aufgrund des strukturellen Ungleichgewichts zwischen den Teilnehmern am Arbeitsmarkt eine Ausnahme brauche,<sup>111</sup> hinfällig werden lässt.<sup>112</sup> Zudem ist zu beachten, dass Absprachen betreffend ein Arbeitsverhältnis oder entsprechende Verhaltensweisen nur dann nicht dem Kartellgesetz unterstellt sind, wenn sie keine „Vehikel“ für unerlaubte Abreden auf dem Güter- oder Dienstleistungsmarkt, wie beispielsweise die Behinderung Dritter durch das Sperren

---

<sup>108</sup> Vgl. Candreia, 74; SHK KG-Rubin/Courvoisier, Art. 5 N 5. Als keine Voraussetzung sehen dies Krauskopf/Henckel, 121 ff.

<sup>109</sup> Siehe Candreia, 74, Fn. 269 m.w.H.; RPW 2006/3, 513 ff., Rz. 76 – Vorbehaltene Vorschriften in der Zusatzversicherung; RPW 2006/1, 65 ff., Rz. 125 – Kreditkarten – Interchange Fee.

<sup>110</sup> RPW 2015/1, 81 ff., Rz. 8 – *Beratungsanfrage zur Meldepflicht gemäss Art. 9 Abs. 4 KG bei einem Kontrollerwerb durch ein Gemeinschaftsunternehmen*.

<sup>111</sup> Zäch, 121 m.w.H.; siehe diesbezüglich bereits Botschaft des Bundesrates zum Entwurf eines Bundesgesetzes über Kartelle und ähnliche Organisationen vom 18. September 1961, BBl 1961 II 553, 571 ff. und Botschaft des Bundesrates zu einem Bundesgesetz über Kartelle und ähnliche Organisationen (KG) vom 13. Mai 1981, BBl 1981 II 1293, 1319 ff.

<sup>112</sup> Siehe SHK KG-Rubin/Courvoisier, Art. 2 N 15: i.d.S. bei „ausgetrockneten“ Teilmärkte für bestimmte Berufsgattungen.

von Arbeitskräften, sind.<sup>113</sup> Abreden dürfen „ausschliesslich“ das Arbeitsverhältnis betreffen, um von der Ausnahme erfasst zu sein.<sup>114</sup> Im Falle der vorliegend betrachteten Personen ist unter Umständen davon auszugehen, dass das Wettbewerbsverbot nicht ausschliesslich das Arbeitsverhältnis betrifft, sondern gezielt auf der Stufe des Marktes wirken soll. Dies kann u.E. nicht nur dann der Fall sein, wenn der Person untersagt wird, als selbstständig Erwerbstätiger im Markt aufzutreten, sondern auch dann, wenn anzunehmen ist, dass sie als Arbeitnehmer (Geschäftsleitungsmitglied) eines neuen bzw. anderen Unternehmens dessen strategische oder operative Entscheidungen massgeblich, einem Unternehmer ähnlich, beeinflusst. Diese Einschränkung soll aber nicht dazu führen, dass generell alle Wettbewerbsverbote mit Personen auf hoher Karrierestufe kartellrechtlich erfasst werden, sondern nur diejenigen Wettbewerbsverbote mit Personen, die den Erfolg eines neuen oder anderen Unternehmens massgeblich prägen können und/oder deren Wissen und Kontakte dem neuen Arbeitgeber neue Geschäftsmöglichkeiten eröffnen, was die Gefahr der Konkurrenzierung und Schmälerung des Werts des übertragenen Unternehmens birgt.<sup>115</sup>

Geht man von der grundsätzlichen Anwendbarkeit des Kartellrechts aus, stellt sich die Frage, ob es für die Anwendung des Kartellrechts ausschlaggebend ist, ob sich Wettbewerbsverbote in Unternehmenskaufverträgen oder in Arbeitsverträgen (bzw. Mandatsverträgen etc.) befinden. Wettbewerbsverbote in Arbeitsverträgen schützen zwar direkt nur das übertragene Unternehmen, sie schützen aber indirekt auch den Erwerber. Der Erwerber kann auf die Aufnahme einer entsprechenden Bestimmung in den Arbeitsvertrag während des Kaufprozesses hinwirken oder der Veräusserer tut dies mit Blick auf künftige M&A-Transaktionen von sich aus. Es ist davon auszugehen, dass Wettbewerbsverbote sowohl in Unternehmenskaufverträgen als auch in Arbeitsverträgen (bzw. Mandatsverträgen etc.) grundsätzlich in den Anwendungsbereich des Kartellrechts fallen können.

Wettbewerbsverbote gegenüber natürlichen Personen für die Zeit der Anstellung als Arbeitnehmer bzw. der Tätigkeit als Geschäftsleitungsmitglied oder Verwaltungsratsmitglied und auch während einer angemessenen Zeit danach (d.h. während zwei bzw. drei Jahren danach) führen zu keiner Wettbewerbsbe-

---

<sup>113</sup> Botschaft des Bundesrates zu einem Bundesgesetz über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen (Kartellgesetz, KG) vom 23. November 1994, BBl 1995 I 468, 534; dazu mehr KG PüG-Komm.-Schluep, 164 f.

<sup>114</sup> GK KG-Schmidhauser, Art. 2 N 10; KG PüG-Komm.-Schluep, 164 f.; Stöckli, 720; siehe auch KG 1962 Art. 1 und gleichlautend KG 1985 Art. 1 Abs. 2.

<sup>115</sup> Siehe oben [III.1.b\)bb\)ccc\)](#) betreffend Wettbewerbsverbote mit nicht beherrschenden Gesellschaftern.



schränkung im Sinne von Art. 4 Abs. 1 KG und sind entsprechend als zulässig zu betrachten. Denn die Schlüsselperson, d.h. insbesondere der Arbeitnehmer, Verkäufer, das Geschäftsleitungsmitglied bzw. das Verwaltungsratsmitglied, haben durch die weitere Tätigkeit im Unternehmen einen privilegierten Zugang zu Know-how, Strategie, Informationen und Geschäftswert (Goodwill) des Unternehmens. Der Erwerber ist entsprechend zu schützen.

*eee) Zulässigkeit von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten zugunsten des Veräusserers?*

Die EU-Bekanntmachung spricht, wie erwähnt, nur von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten zulasten des Veräusserers. Einschränkungen, welche den Veräusserer jedoch begünstigen, gelten grundsätzlich nicht als mit der Durchführung des Zusammenschlusses unmittelbar verbunden und stellen daher keine Nebenabreden dar.<sup>116</sup> Gemäss der WEKO können Einschränkungen zugunsten des Veräusserers aber ausnahmsweise unter das Konzentrationsprivileg fallen, beispielsweise, wenn der ansonsten zulässige Zusammenschluss ohne die Nebenabrede gar nicht oder nur unter deutlich ungewisseren Voraussetzungen durchgeführt werden könnte.<sup>117</sup> Für solche Einschränkungen zugunsten des Veräusserers gelten jedoch strengere Anforderungen.<sup>118</sup> So entschied die WEKO betreffend das Zusammenschlussvorhaben *Zürich Versicherungs-Gesellschaft AG/CSS Unternehmensgeschäft* erst kürzlich, dass ein zugunsten des Veräusserers (CSS Versicherung AG) vereinbartes Abwerbeverbot als zulässig erachtet werden könne, da im zu beurteilenden Fall lediglich Betriebsteile und nicht komplette Gesellschaften bzw. Unternehmen übertragen worden seien und die Unternehmen, welche die Betriebsteile übertragen hätten, auch nach Vollzug der Transaktion fortbestehen würden. Die Interessenlage des Veräusserers sei in diesem Zusammenhang eine andere, als wenn ein komplettes Unternehmen übertragen würde. Darüber hinaus sei das fragliche Abwerbeverbot sehr spezifisch formuliert und erfasse lediglich Arbeitnehmer des Veräusserers, die der Erwerber im Zusammenhang mit der Transaktion kennengelernt habe. Der Kontakt zwischen den an der Transaktion beteiligten Unternehmen und Arbeitnehmern der jeweils anderen Gesellschaft, deren Arbeitsverhältnisse nicht übertragen werden, führe zu einem erheblich gesteigerten Abwerberisiko. Es sei daher durchaus denkbar, dass der Veräusserer

---

<sup>116</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 17; Weidenbach/Mühle, 356.

<sup>117</sup> RPW 2020/2, 643 ff., Rz. 18 – *Zürich Versicherungs-Gesellschaft AG/CSS Unternehmensgeschäft*.

<sup>118</sup> KG Dike Kommentar-Prümmer, Art. 10 N 208.

dem Zusammenschluss ohne die Zusicherung des Erwerbers nicht zugestimmt hätte, weshalb das Abwerbeverbot als notwendige Nebenabrede qualifiziert werden müsse.<sup>119</sup>

*fff) Zulässigkeit von Abwerbeverboten in Bezug auf Arbeitnehmer, die erst nach der Übertragung beim Unternehmen angestellt werden?*

Bislang kaum diskutiert wurde die Frage, welche Arbeitnehmer von einem Abwerbeverbot erfasst werden können, damit dieses noch als unmittelbar mit der Durchführung des Unternehmenszusammenschlusses verbunden und für diese notwendig angesehen wird. Hat sich ein Abwerbeverbot auf die Arbeitnehmer des Unternehmens zum Zeitpunkt der Übertragung des Unternehmens zu beschränken oder darf es sich auch auf solche Arbeitnehmer erstrecken, die erst nach der Übertragung innerhalb der Geltungsdauer des Verbots beim übertragenen Unternehmen neu angestellt werden?

Die EU-Bekanntmachung unterscheidet nicht zwischen Abwerbeverboten, die auf Arbeitnehmer des Unternehmens zum Zeitpunkt der Übertragung beschränkt sind und solchen, die sich auf künftige Arbeitnehmer des übertragenen Unternehmens erstrecken, die nach der Übertragung, aber noch während der Laufzeit des Abwerbeverbots hinzustossen. Mit einem Abwerbeverbot soll verhindert werden, dass Arbeitnehmer, welche insbesondere Träger von Kundenbindungen und/oder Know-how sind, durch den Veräusserer abgeworben werden, da bei einem Weggang von solchem Personal der Wert des übertragenen Unternehmens erheblich reduziert würde.<sup>120</sup> Die vom Erwerber getätigten Investitionen in das übertragene Unternehmen sollen geschützt werden. Angesichts dieses Schutzzwecks sollte ein Abwerbeverbot nicht auf Arbeitnehmer, die zum Zeitpunkt der Übertragung des Unternehmens bereits angestellt sind, beschränkt werden. Es ist gängige Praxis, unmittelbar nach einer Unternehmensveräusserung gewisse personelle Umstrukturierungen innerhalb des Unternehmens vorzunehmen und dabei neue Arbeitnehmer anzustellen, welche das unternehmensspezifische Know-how von den bisherigen Arbeitnehmern erlernen und übernehmen. Eine Abwerbung solcher Arbeitnehmer würde dem übertragenen Unternehmen genauso Substanz entziehen, indem ihm Mitarbeiter, Know-how, Wissen über Kunden etc. entzogen würden. Es würde den Wert und den Erfolg des übertragenen Unternehmens gefährden, wie die Abwerbung von Arbeitnehmern, die im Zeitpunkt der Übertragung bereits beim Unternehmen angestellt waren. Die gezielte Abwerbung von Ar-

---

<sup>119</sup> RPW 2020/2, 643 ff., Rz. 20 – Zürich Versicherungs-Gesellschaft AG/CSS Unternehmensge-  
schäft.

<sup>120</sup> Schenker, 375; RPW 2014/4, 758 ff., Rz. 84 – Tamedia/home.ch.

beitnehmern des übertragenen Unternehmens durch den Veräusserer muss – unabhängig vom Anstellungszeitpunkt der Arbeitnehmer – als Mittel, ein konkurrenzierendes Unternehmen aufzubauen, verstanden werden und für eine bestimmte Zeit vertraglich verboten werden können.

cc) *Wettbewerbs- und Abwerbeverbote beim Erwerb gemeinsamer Kontrolle*

Während lange unklar war, ob sich die WEKO auch bei Anwendungsfällen des Erwerbs gemeinsamer Kontrolle an die EU-Bekanntmachung anlehnt,<sup>121</sup> hat sie 2011 entschieden, dass eine Anlehnung an die EU-Bekanntmachung auch bei der Gründung von Gemeinschaftsunternehmen angebracht erscheine.<sup>122</sup> Der räumliche Geltungsbereich von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten muss sich demnach auf das Gebiet beschränken, in dem die Gründerunternehmen bisher tätig waren. Ebenso sind Wettbewerbsverbote sachlich auf Waren und Dienstleistungen zu beschränken, die den Geschäftsgegenstand des Gemeinschaftsunternehmens bilden.<sup>123</sup> Auch die in der EU-Bekanntmachung vorgegebene zeitliche Beschränkung auf die Dauer der Existenz des Gemeinschaftsunternehmens wird gemäss WEKO als notwendig und sinnvoll erachtet. Beim Erwerb gemeinsamer Kontrolle über ein Gemeinschaftsunternehmen diene – anders als beim Erwerb alleiniger Kontrolle – ein Wettbewerbsverbot nicht primär dazu, den Übergang insbesondere des Geschäftswerts (Goodwills), des Know-hows und des Kundenstamms auf die übernehmende Gesellschaft sicherzustellen; ein Vorgang, der nach einer gewissen Zeitdauer als abgeschlossen bezeichnet werden könne. Vielmehr solle das Wettbewerbsverbot hier – und zwar während der gesamten Dauer der Zusammenarbeit über das Gemeinschaftsunternehmen – garantieren, dass kontrollierende Muttergesellschaften mit ihm (und damit letztlich zum Nachteil der anderen kontrollierenden Muttergesellschaften) in Konkurrenz treten, dies womöglich gar unter Verwendung des durch die anderen kontrollierenden Muttergesellschaften in das Gemeinschaftsunternehmen eingeflossenen Know-hows und in genauer Kenntnis der Interna des Gemeinschaftsunternehmens.<sup>124</sup>

---

<sup>121</sup> RPW 2007/1, 117, Rz. 3 – Migros/AFH Angehrn AG; Rauber, 201 f.; BSK KG-Borer, Art. 32 N 91.

<sup>122</sup> RPW 2011/2, 285 ff., 290, Rz. 44 – Bell/Toni Hilti Treuhandsgesellschaft/Hilcona; RPW 2011/2, 294 ff., 300 f., Rz. 58 – Infront/Ringier; CR-Venturi/Favre, Art. 10 N. 157.

<sup>123</sup> RPW 2020/1, 257 ff., Rz. 69 – Medbase/Zur Rose.

<sup>124</sup> RPW 2011/2, 294 ff., 300 f., Rz. 58 – Infront/Ringier.

aaa) Zulässigkeit von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten bei (Neu-)Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens zum Zweck der Erschliessung eines neuen Marktes?

Die EU-Bekanntmachung hält fest, dass sich der räumliche Geltungsbereich von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten auf das Gebiet beschränken muss, in dem die Gründerunternehmen die betreffenden Waren oder Dienstleistungen vor der Gründung des Gemeinschaftsunternehmens abgesetzt bzw. erbracht haben.<sup>125</sup> Es stellt sich die Frage, was zu gelten hat, wenn die Gründerunternehmen zuvor keine entsprechenden Waren oder Dienstleistungen abgesetzt bzw. erbracht haben und dies erst künftig durch das gegründete Gemeinschaftsunternehmen erfolgen soll.

Hierfür sieht die EU-Bekanntmachung vor, dass, sofern ein Gemeinschaftsunternehmen zum Zweck der Erschliessung eines neuen Marktes gegründet wird, auf diejenigen Waren, Dienstleistungen und Gebiete Bezug zu nehmen ist, auf denen das Gemeinschaftsunternehmen nach der betreffenden Vereinbarung aktiv sein soll.<sup>126</sup> So hielt die WEKO im Zusammenhang mit dem Zusammenschlussvorhaben *Infront/Ringier* betreffend die Neugründung des Gemeinschaftsunternehmens *Infront Ringier Sports & Entertainment Switzerland AG* fest, dass das vereinbarte Wettbewerbsverbot in sachlicher und räumlicher Hinsicht unproblematisch sei, da es sich auf diejenigen Tätigkeitsfelder beziehe, in welchen das Gemeinschaftsunternehmen künftig tätig sein werde.<sup>127</sup> Die Tätigkeitsfelder der Gründerunternehmen (bzw. deren Inexistenz) ist für die Bestimmung des zulässigen räumlichen und sachlichen Geltungsbereichs eines Wettbewerbs- oder Abwerbeverbots in diesem Fall nicht ausschlaggebend. Solange die Gründung des Gemeinschaftsunternehmens als Unternehmenszusammenschluss im Sinne von Art. 4 Abs. 3 lit. b KG qualifiziert werden kann, d.h. sofern das Gemeinschaftsunternehmen auf Dauer alle Funktionen einer selbständigen Einheit erfüllt und Geschäftstätigkeiten (wie z.B. wesentliches Know-how) von mindestens einem der kontrollierenden Unternehmen einfließen,<sup>128</sup> ist ein dabei vereinbartes Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot als unproblematisch zu erachten und vom Konzentrationsprivileg erfasst, wenn es sich auf die künftigen sachlichen und räumlichen Tätigkeitsfelder des Gemeinschaftsunternehmens bezieht und darüber hinaus auch in zeitlicher und persönlicher Hinsicht verhältnismässig ist.

---

<sup>125</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 37.

<sup>126</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 39.

<sup>127</sup> RPW 2011/2, 294 ff., 300, Rz. 58 – *Infront/Ringier*.

<sup>128</sup> BSK KG-Reinert/Vischer, Art. 4 Abs. 3 N 213 ff.

*bbb) Zulässigkeit von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten bei Hinzukommen einer gemeinsam kontrollierenden Muttergesellschaft?*

Die EU-Bekanntmachung spricht bei den Grundsätzen für den Erwerb gemeinsamer Kontrolle ausschliesslich vom Anwendungsfall der „Gründung“ eines Gemeinschaftsunternehmens, bei welchem Wettbewerbs- und Abwerbeverbote im Verhältnis der „Gründerunternehmen“ zu einem Gemeinschaftsunternehmen als mit der Durchführung des Zusammenschlusses unmittelbar verbunden und für diese notwendig angesehen werden können. Es stellt sich somit die Frage, was gelten muss, wenn nicht die Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens vorliegt und somit kein Gründerunternehmen vom Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot betroffen ist, sondern ein Drittunternehmen, das zu einem bestehenden Gemeinschaftsunternehmen als zusätzliche, neue kontrollierende Muttergesellschaft hinzukommt. Gleichermassen stellt sich die Frage, was gilt, wenn der Tätigkeitsbereich eines bestehenden Gemeinschaftsunternehmens ausgeweitet wird. Darf in diesen Fällen ein neues, auf die geänderten Umstände angepasstes Wettbewerbsverbot vereinbart werden oder hat sich ein solches Wettbewerbsverbot stets auf den originären Tätigkeitsbereich des gegründeten Gemeinschaftsunternehmens und die Gründerunternehmen zu beschränken?

Zur Beantwortung dieser Frage, muss der Begriff des Unternehmenszusammenschlusses bzw. der „Gründung“ eines Gemeinschaftsunternehmens im Sinne von Art. 4 Abs. 3 KG genauer untersucht werden.<sup>129</sup> Der Begriff der „Gründung“ eines Gemeinschaftsunternehmens ist im schweizerischen Kartellrecht weit auszulegen. Er erfasst in erster Linie Fälle der Neugründung eines Gemeinschaftsunternehmens, d.h. der Gründung eines gänzlich neuen Gemeinschaftsunternehmens durch die Muttergesellschaften. Gemäss der Praxis der WEKO und der herrschenden Lehre ist auch dann von einer Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens die Rede, wenn die Muttergesellschaften eines bestehenden Gemeinschaftsunternehmens beschliessen, den Tätigkeitsbereich eines ebenfalls bereits bestehenden Gemeinschaftsunternehmens auszuweiten.<sup>130</sup> Die Ausweitung der Geschäftstätigkeit des Gemeinschaftsunternehmens ist daher dann als Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens zu qualifizieren, wenn die Ausweitung der Geschäftstätigkeit den Erwerb der Gesamtheit oder eines Teils eines anderen Unternehmens von den Muttergesellschaften durch das Gemeinschaftsunternehmen nach sich zieht

---

<sup>129</sup> Vgl. RPW 2012/4, 843 ff., 844, Rz. 14 – BKW FMB Energie AG/Groupe E SA/CC Energie SA, wo sich die WEKO diese Frage stellt, aber offenlässt.

<sup>130</sup> RPW 2012/4, 843 ff., 844, Rz. 9 – BKW FMB Energie AG/Groupe E SA/CC Energie SA; KG Dike Kommentar-Süslü, Art. 4 Abs. 3 N 391 ff.

(im Sinne von Art. 4 Abs. 3 lit. b KG, d.h. sofern Geschäftstätigkeiten von mindestens einem der kontrollierenden Unternehmen einfließen).<sup>131</sup> Auch die Erhöhung der Anzahl der Unternehmen, die das Gemeinschaftsunternehmen gemeinsam kontrollieren stellt eine Gründung im Sinne von Art. 4 Abs. 3 KG dar, da sich die bis anhin kontrollierenden Muttergesellschaften mit einem weiteren Anteilseigner auf die Strategie des Gemeinschaftsunternehmens einigen müssen. Je nach Tätigkeit des neu hinzutretenden Anteilseigners ändert ein solcher Neuzutritt nicht nur die Art der Zusammenarbeit und Entscheidungsfindung zwischen den Anteilseignern, sondern auch das Wettbewerbsumfeld, in welchem sich das Gemeinschaftsunternehmen bewegt.<sup>132</sup> Daneben stellt der Wechsel von alleiniger zu gemeinsamer Kontrolle eine Gründung im Sinne von Art. 4 Abs. 3 KG dar.<sup>133</sup>

Ein Vorgang, der als Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens zu qualifizieren ist, kann auch dann vorliegen, wenn die Muttergesellschaften erhebliche zusätzliche Vermögenswerte, Verträge, zusätzliches Know-how oder andere Rechte auf das Gemeinschaftsunternehmen übertragen, wenn diese Vermögenswerte und Rechte Unternehmen(steile) i.S.v. Art. 4 Abs. 3 KG darstellen und die Grundlage oder den Kern für eine Ausdehnung der Geschäftstätigkeit auf andere sachliche oder räumliche Märkte bilden, die nicht Gegenstand des ursprünglichen Gemeinschaftsunternehmens waren.<sup>134</sup>

Tritt eine neue Muttergesellschaft zu einem bestehenden Gemeinschaftsunternehmen hinzu oder werden Unternehmen(steile) oder zusätzliche erhebliche Vermögenswerte in das bestehende Gemeinschaftsunternehmen eingebracht und damit die Tätigkeit des Gemeinschaftsunternehmens ausgedehnt, so ist die Vereinbarung eines neuen, auf diesen geänderten sachlichen und räumlichen Tätigkeitsbereich angepassten Wettbewerbsverbots zulässig (d.h. unmittelbar mit diesem (neuen) Zusammenschluss verbunden und notwendig) – und zwar nicht nur gegenüber den Gründerunternehmen, sondern auch gegenüber einer neuen Muttergesellschaft.

---

<sup>131</sup> KG Dike Kommentar-Süslü, Art. 4 Abs. 3 N 230.

<sup>132</sup> BSK KG-Reinert/Vischer, Art. 4 Abs. 3 N 407.

<sup>133</sup> BSK KG-Reinert/Vischer, Art. 4 Abs. 3 N 405; Ruggli/Vischer, 300.

<sup>134</sup> RPW 2012/4, 843 ff., 844, Rz. 9 – BKW FMB Energie AG/Groupe E SA/CC Energie SA; BSK KG-Reinert, Art. 4 Abs. 3 N 394 ff.; KG Dike Kommentar-Süslü, Art. 4 Abs. 3 N 391 ff.; Fischer, 181.

*ccc) Zulässigkeit von Wettbewerbs- und Abwerbeverböten gegenüber nicht kontrollierenden Gesellschaftern?*

In persönlicher Hinsicht hält die EU-Bekanntmachung explizit fest, dass Wettbewerbs- und Abwerbeverbote zwischen Gesellschaftern ohne Beherrschungsmacht und einem Gemeinschaftsunternehmen nicht als mit der Durchführung des Zusammenschlusses unmittelbar verbunden und für diese notwendig gelten.<sup>135</sup> Für eine solche Position spricht, dass derjenige, der eine Minderheitsbeteiligung an einem Unternehmen hält, einerseits zumeist über keine Einflussmöglichkeiten innerhalb des Unternehmens verfügt und andererseits grundsätzlich kein objektives Interesse daran hat, das Unternehmen seiner Einflussphäre zu unterwerfen.<sup>136</sup> Erwerber reiner (nicht kontrollierender) Minderheitsbeteiligungen zahlen keinen Aufschlag auf den Preis der Anteile dafür, dass sie die Geschicke des Unternehmens (mit)bestimmen können. Demnach kann ein solches Interesse auch nicht angeführt werden, um die Vereinbarung einer Nebenabrede in Form eines Wettbewerbs- oder Abwerbeverbots zu rechtfertigen.<sup>137</sup>

Gegen diese Position der EU-Bekanntmachung wird in der Lehre jedoch darauf verwiesen, dass auch nicht kontrollierende Gesellschafter über erhebliches Insiderwissen zum operativen Geschäft des Unternehmens sowie zu seiner strategischen Ausrichtung verfügen können, welches sie zu Lasten des Gemeinschaftsunternehmens ausbeuten könnten.<sup>138</sup> Regelmässig nicht notwendig dürften aber in der Tat Wettbewerbs- oder Abwerbeverbote zu Lasten von Gesellschaftern sein, die lediglich eine Minderheitsbeteiligung halten und weder umfassenden Einblick in gesellschaftsinterne Informationen erlangen noch Einfluss auf die Geschäftsführung besitzen.<sup>139</sup>

*ddd) Zulässigkeit von nachvertraglichen Wettbewerbs- und Abwerbeverböten zugunsten des Gemeinschaftsunternehmens?*

Die Frage, ob ein Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot zugunsten des Gemeinschaftsunternehmens als Nebenabrede auch die Zeit nach dem Ausscheiden einer Muttergesellschaft erfassen kann, wird in der EU-Bekanntmachung nicht ausdrücklich beantwortet. Die EU-Bekanntmachung erachtet im Kapitel

---

<sup>135</sup> EU-Bekanntmachung Rz. 40; vgl. dazu auch Europäische Kommission, 21. März 2000, Fall COMP/M.1636, MMS/DASA/Astrium, Rz. 155–157.

<sup>136</sup> Cotti, Rz. 267.

<sup>137</sup> Weidenbach/Mühle, 357.

<sup>138</sup> Weidenbach/Mühle, 357.

<sup>139</sup> Cotti, Rz. 267.

zu den Regeln betreffend Gemeinschaftsunternehmen ein Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot lediglich für die Dauer des Gemeinschaftsunternehmens als Nebenabrede.<sup>140</sup> Zu prüfen sind deshalb die Regeln betreffend den Erwerb alleiniger Kontrolle.

Die Europäische Kommission musste sich im Entscheid *Siemens/Areva* mit einem solchen nachvertraglichen Wettbewerbsverbot (von 8–11 Jahren) auseinandersetzen und kam zum Schluss, dass nachvertragliche Wettbewerbsverbote für die Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens grundsätzlich nicht notwendig seien. Allerdings können sie gemäss der Kommission für die Auflösung des Gemeinschaftsunternehmens notwendig sein, da solche Abreden das Verhältnis zwischen den ehemaligen Muttergesellschaften nach der Auflösung regeln. Auf die Beurteilung solcher nachvertraglichen Wettbewerbsverbote wendete die Kommission dann aber nicht die Grundsätze für den Erwerb gemeinsamer Kontrolle, sondern die Grundsätze für den Erwerb alleiniger Kontrolle an. Unter Anwendung dieser Grundsätze kam die Europäische Kommission zum Schluss, dass das in Frage stehende nachvertragliche Wettbewerbsverbot nicht schlichtweg unzulässig, die Laufzeit aber unverhältnismässig lang sei. Zwar hatte Siemens privilegierten Zugang zu vertraulichen Geschäftsinformationen des Gemeinschaftsunternehmens, die es nach dem Ausstieg zu seinen Gunsten hätte nutzen können. Die Kommission befand jedoch, dass eine nachvertragliche Schutzdauer von drei Jahren entsprechend Ziff. 20 der EU-Bekanntmachung ausreichend sei.

Die WEKO hat sich, soweit ersichtlich, nicht häufig oder detailliert mit nachvertraglichen Wettbewerbs- oder Abwerbeverboten zugunsten von Gemeinschaftsunternehmen auseinandergesetzt. In Bezug auf das Zusammenschlussvorhaben *Coop/transGourmet*, wodurch die Coop Genossenschaft den Kauf sämtlicher von der Rewe Zentral AG gehaltenen Anteile am bestehenden gemeinsam kontrollierten Gemeinschaftsunternehmen *transGourmet Holding S.E.* beabsichtigte, erachtete die WEKO ein nachvertragliches Wettbewerbsverbot zulasten der Rewe Zentral AG ohne weitere Begründung als zulässig.<sup>141</sup> Auch im Fall *Coop/Swisscom* entschied die WEKO, dass ein Wettbewerbsverbot zulasten der Muttergesellschaft, das die gemeinsame Kontrolle abgibt, zulässig ist.<sup>142</sup>

In der Lehre werden unterschiedliche Meinungen zur Zulässigkeit von nachvertraglichen Wettbewerbs- oder Abwerbeverboten zugunsten von Gemeinschaftsunternehmen vertreten. Gegen solche nachvertragliche Verbote wird

---

<sup>140</sup> EU-Bekanntmachung, Rz. 36.

<sup>141</sup> RPW 2011/1, 202 ff., Rz. 7 – *Coop/transGourmet*.

<sup>142</sup> RPW 2015/4, 760 ff., Rz. 79 ff. – *Coop/Swisscom*.



etwa vorgebracht, dass sich auch die gesetzlich vorgesehenen Wettbewerbsverbote zugunsten einer Gesellschaft (z.B. Art. 536 OR) nicht auf die Zeit nach Ausscheiden eines Gesellschafters erstrecken.<sup>143</sup> Für die Zulässigkeit wird hingegen richtigerweise vorgebracht, dass ein Austritt einer Muttergesellschaft aus einem Gemeinschaftsunternehmen faktisch der Veräusserung eines Unternehmens(teils) entspricht, womit auch dieselben Grundsätze betreffend Nebenabreden zur Anwendung gelangen sollten.<sup>144</sup>

In Anlehnung an die Argumentation der Europäischen Kommission in Sachen *Siemens/Areva* sollten nachvertragliche Wettbewerbs- und Abwerbeverbote auch im schweizerischen Kartellrecht als zulässig erachtet werden, da sie nach dem Austritt einer Muttergesellschaft einen reibungslosen Übergang zur veränderten Unternehmensstruktur ermöglichen, d.h. zu einer Situation, in denen der erwerbende Muttergesellschaft den vollen Wert des zuvor mit der ausgeschiedenen Muttergesellschaft gemeinsam kontrollierten Gemeinschaftsunternehmens erwirbt. Ein nachvertragliches Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot kann diese Situation objektiv regeln, indem es sicherstellt, dass die ausgeschiedene Muttergesellschaft nicht in der Lage ist, die Übertragung des vollen Werts des betreffenden Unternehmens zu gefährden, z.B. auf der Grundlage des während der Laufzeit des Gemeinschaftsunternehmens erworbenen Know-hows. Solange sie sachlich und räumlich auf den Tätigkeitsbereich beschränkt sind, in welchem das Gemeinschaftsunternehmen vor Ausscheiden der Muttergesellschaft tätig war, sind im Sinne des Vorstehenden nachvertragliche Wettbewerbs- und Abwerbeverbote daher für die Dauer von zwei bis drei Jahren als gerechtfertigte Nebenabreden zu qualifizieren und vom Konzentrationsprivileg erfasst.<sup>145</sup>

### *eee) Zulässigkeit von Wettbewerbsverboten gegenüber natürlichen Personen?*

In Fällen gemeinsamer Kontrolle kann bezüglich Wettbewerbsverboten gegenüber natürlichen Personen, denen Unternehmensqualität zukommt, grundsätzlich auf [III.1.b\)bb\)ddd\)](#) oben und bezüglich Wettbewerbsverboten bei Gemeinschaftsunternehmen allgemein auf [III.1.b\)cc\)ccc\)](#), [III.1.b\)bb\)ccc\)](#) und [III.1.b\)cc\)ddd\)](#) oben verwiesen werden.

Die besondere Frage, die sich stellt, ist jedoch, ab wann die von der WEKO zugelassene Maximaldauer des Wettbewerbsverbots als Nebenabrede zu lau-

---

<sup>143</sup> Weidenbach/Mühle, 357.

<sup>144</sup> Thomi, 238, Rz. 62.

<sup>145</sup> Vgl. Argumentation der Europäischen Kommission in Entscheid der Europäischen Kommission, Case COMP/39736 vom 18. Juni 2012 – *Siemens/Areva*; vgl. zu nachvertraglichem Wettbewerbsverbot beim Ausstieg aus einer Einkaufsgemeinschaft Tschudin, 45, Rz. 17.

fen beginnt. Im Fall von *Coop/Swisscom* bezeichnete die WEKO den Zeitpunkt des Erwerbs der alleinigen Kontrolle durch die andere Partei als Startpunkt der Frist.<sup>146</sup> Der Beginn des Wettbewerbsverbots im Unternehmenskaufvertrag wurde in diesem Fall somit im Vergleich zum sofortigen Erwerb der alleinigen Kontrolle in die Zukunft verschoben. Ein daneben allenfalls bestehendes Wettbewerbsverbot im Arbeitsvertrag beginnt zu laufen, sobald die Person das Unternehmen verlässt. Wettbewerbsverbote gegenüber natürlichen Personen für die Zeit der Anstellung als Arbeitnehmer bzw. der Tätigkeit als Geschäftsleitungsmitglied oder Verwaltungsratsmitglied und auch während einer angemessenen Zeit danach (d.h. während zwei bzw. drei Jahren danach) führen zu keiner Wettbewerbsbeschränkung im Sinne von Art. 4 Abs. 1 KG und sind entsprechend als zulässig zu betrachten. Denn die Schlüsselperson, d.h. insbesondere der Arbeitnehmer, Verkäufer, das Geschäftsleitungsmitglied bzw. das Verwaltungsratsmitglied, haben durch die weitere Tätigkeit im Unternehmen einen privilegierten Zugang zu Know-how, Strategie, Informationen und Geschäftswert des Unternehmens. Der Erwerber ist entsprechend zu schützen.<sup>147</sup>

*fff) Zulässigkeit von Wettbewerbsverboten im Aktionärbindungsvertrag, der als einfache Gesellschaft gemäss Art. 530 OR gilt?*

Ein Gemeinschaftsunternehmen wird durch die Gründungsvereinbarung, eine Vereinbarung über die Errichtung und Führung des Gemeinschaftsunternehmens, initiiert.<sup>148</sup> Daneben schliessen die Parteien eines Gemeinschaftsunternehmens häufig auch einen Aktionärbindungsvertrag, der typischerweise Regelungen zu Übertragungsbeschränkungen oder zur Mitbestimmung im Gemeinschaftsunternehmen enthält.<sup>149</sup> Nach herrschender Lehre sind solche Aktionärbindungsverträge mehrheitlich als einfache Gesellschaften i.S.v. Art. 530 ff. OR zu qualifizieren, für welche deren besondere Vorschriften, und somit auch das im Gesetz verankerte Wettbewerbsverbot gemäss Art. 536 OR gelten.<sup>150</sup> Es stellt sich die Frage, in welchem Verhältnis diese Bestimmung zu den oben erläuterten Grundsätzen gemäss EU-Bekanntmachung steht (vgl. oben [III.1.b\(cc\)](#)).

Gemäss Art. 536 OR darf kein Gesellschafter „zu seinem besonderen Vorteile Geschäfte betreiben, durch die der Zweck der Gesellschaft vereitelt oder beeinträchtigt würde“. Die Gesellschafter dürfen also grundsätzlich nicht in den

---

<sup>146</sup> RPW 2015/4, 760 ff., Rz. 77 ff. – *Coop/Swisscom*.

<sup>147</sup> RPW 2015/4, 760 ff., Rz. 77 ff. – *Coop/Swisscom*.

<sup>148</sup> Knobloch, 558.

<sup>149</sup> Knobloch, 561.

<sup>150</sup> Forstmoser/Küchler, 49; Heinemann, Konkurrenzverbot, 163.

vom Gesellschaftszweck erfassten Geschäftsfeldern anderweitig tätig sein. Art. 536 OR ist allerdings dispositiver Natur und kann vertraglich ausgedehnt oder eingeschränkt werden.<sup>151</sup> Eine Ausdehnung des Wettbewerbsverbots über den durch den Gesellschaftszweck geforderten Rahmen schafft Spannungen zum Kartellrecht und bedarf jeweils gesonderter Beachtung. Im Sinne einer dem Normzweck entsprechenden Funktionsnotwendigkeit ist ein Wettbewerbsverbot sachlich und räumlich auf Tätigkeiten im Geschäftsbereich der Gesellschaft sowie subjektiv auf die einfachen Gesellschafter zu beschränken, die formal oder faktisch an der Geschäftsführung der Gesellschaft beteiligt sind. In zeitlicher Hinsicht ist das gesetzliche Wettbewerbsverbot auf die Dauer der Mitgliedschaft in der Gesellschaft beschränkt, da mit der Auflösung der Gesellschaft auch die Zweckförderungspflicht entfällt.<sup>152</sup>

Nur wenn sich ein vertraglich vereinbartes Wettbewerbsverbot gemäss Art. 536 OR an diesen gesetzlich vorgeschriebenen Rahmen hält, scheidet eine kartellrechtliche Überprüfung aus. Andernfalls unterliegt es einer Prüfung gemäss Art. 5 KG (vgl. unten [III.2.a](#)). Die Auslegung von Art. 536 OR ergibt somit, dass der gesetzliche Rahmen von Art. 536 OR mit den in der EU-Bekanntmachung umrissenen Grenzen für Wettbewerbsverbote im Zusammenhang mit der Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens grundsätzlich übereinstimmt.

## **2. Wettbewerbs- und Abwerbeverbote ausserhalb von Unternehmenszusammenschlüssen**

### *a) Übersicht*

Werden Wettbewerbs- oder Abwerbeverbote im Kontext einer M&A-Transaktion vereinbart, die keinen Unternehmenszusammenschluss im Sinne von Art. 4 Abs. 3 KG darstellt, oder können die vereinbarten Wettbewerbs- oder Abwerbeverbote in Bezug auf einen Unternehmenszusammenschluss mangels „unmittelbarer Verbundenheit“ oder „Notwendigkeit“ nicht als Nebenabreden qualifiziert werden, so sind sie nicht vom Konzentrationsprivileg erfasst und unterliegen daher einer separaten kartellrechtlichen Prüfung gemäss Art. 5 KG.<sup>153</sup> Beispiele hierfür sind etwa folgende Anwendungsfälle:

---

<sup>151</sup> BK OR-Fellmann/Müller, Art. 536 N 25; Heinemann, Konkurrenzverbot, 167.

<sup>152</sup> HK OR-Jung, Art. 536 N 2; BSK OR II-Handschin, Art. 536 N 1.

<sup>153</sup> RPW 2018/4, 866 ff., 917, Rz. 364 – AZ Medien/NZZ; BSK KG-Krauskopf/Schaller, Art. 5 N 43-44; KG Dike Kommentar-Zirlick/Bangerter, Art. 5 N 31; Demir, 62; Thomi, 239, Rz. 67.

- Es wird im Vorfeld eines potentiellen Unternehmenszusammenschlusses im Rahmen eines Non-Disclosure Agreements ein Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot vereinbart.
- Es wird im Rahmen einer Kooperation, die kein Gemeinschaftsunternehmen gemäss Art. 4 Abs. 3 KG darstellt, ein Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot vereinbart.<sup>154</sup>
- Es wird einem nicht kontrollierenden Minderheitsaktionär, der weder über Know-how noch über Kenntnisse betreffend das operative Geschäft des übertragenen Unternehmens verfügt, bei Veräusserung seiner Minderheitsbeteiligung ein Wettbewerbs- und Abwerbeverbot auferlegt.
- Es wird in einem Aktionärbindungsvertrag ein nachvertragliches Wettbewerbsverbot vereinbart, welches neben der gesamten Dauer des Vertrags auch während fünf Jahren nach Ausscheiden einer Vertragspartei Geltung beansprucht.

*b) Prüfung gemäss Art. 4 Abs. 1 i.V.m. Art. 5 KG*

Gemäss Art. 5 Abs. 1 KG gelten Abreden, die den Wettbewerb erheblich beeinträchtigen und sich nicht durch Gründe der wirtschaftlichen Effizienz rechtfertigen lassen, sowie Abreden, die zur Beseitigung wirksamen Wettbewerbs führen, als unzulässig. In Art. 5 Abs. 3 und 4 KG nennt der Gesetzgeber verschiedene Arten horizontaler und vertikaler Abreden (Preis-, Mengen-, Gebiets- oder Geschäftspartnerabreden), bei denen die Beseitigung wirksamen Wettbewerbs vermutet wird. Diese Abreden werden auch als „harte Kartelle“ oder „Kernbeschränkungen“ bezeichnet.<sup>155</sup>

*aa) Bundesgerichtsentscheid i.S. Gaba: Grundsätzliche Erheblichkeit von Abreden gemäss Art. 5 Abs. 3 und 4 KG*

Im Jahr 2016 hat das Bundesgericht in seinem Entscheid in Sachen Gaba in genereller Weise festgehalten, dass (horizontale und vertikale) Preis-, Mengen- und Gebietsabreden im Sinne von Art. 5 Abs. 3 und 4 KG *per se* aufgrund ihrer Natur eine erhebliche Beeinträchtigung des Wettbewerbs gemäss Art. 5 Abs. 1 KG darstellen, ohne dass quantitative Kriterien von Bedeutung wären.<sup>156</sup>

---

<sup>154</sup> Vgl. RPW 2012/2, 171 ff., Rz. 23 ff. – FTTH Freiburg, worin die Gründung des Gemeinschaftsunternehmens nicht als Unternehmenszusammenschluss im Sinne des Kartellgesetzes qualifiziert und das vereinbarte Wettbewerbsverbot gemäss Art. 5 KG geprüft wird.

<sup>155</sup> David/Jacobs, Rz. 647.

<sup>156</sup> BGE 143 II 297; Urteil des Bundesgerichts 2C\_172/2014 vom 4. April 2017; KG Dike Kommentar-Zirlick/Bangerter, Art. 5 N 187 ff.

Eine quantitative Analyse und Prüfung der Auswirkungen auf den Wettbewerb fällt ausserhalb von sog. Bagatellen weg.<sup>157</sup> Selbst bei Widerlegung der Vermutung der Beseitigung des Wettbewerbs kann seit dieser Gaba-Rechtsprechung nicht mehr über den Begriff der Erheblichkeit argumentiert werden.<sup>158</sup> Entsprechende Abreden sind somit vorbehältlich einer Rechtfertigung aus Gründen der wirtschaftlichen Effizienz – an deren Nachweis in der Praxis hohe Anforderungen gestellt werden<sup>159</sup> – grundsätzlich unzulässig.

*bb) Qualifikation von Wettbewerbs- und Abwerbeverböten als Kernbeschränkungen gemäss Art. 5 Abs. 3 KG*

Mit einem Wettbewerbsverbot wird einer Partei untersagt, für eine gewisse Zeit und in einem bestimmten Gebiet oder gegenüber bestimmten Kunden oder Geschäftspartnern bestimmte Produkte oder Dienstleistungen anzubieten.<sup>160</sup> Sofern Wettbewerbsverbote eine horizontale Aufteilung von Märkten nach Gebieten, Kunden oder Geschäftspartnern zur Folge haben, können sie Kernbeschränkungen i.S.v. Art. 5 Abs. 3 KG darstellen.<sup>161</sup> Fraglich ist, ob auch Abwerbeverbote als Kernbeschränkungen i.S.v. Art. 5 Abs. 3 KG qualifiziert werden können. Soweit ersichtlich hat die WEKO bislang jedenfalls keinen Markt für Arbeitnehmer abgegrenzt. In jedem Fall ist zu beachten, dass Abwerbeverbote in der Regel eine geringere Wirkung auf den Wettbewerb haben und deshalb in persönlicher, sachlicher und zeitlicher Hinsicht weiter gehen können als Wettbewerbsverbote.

*cc) Wettbewerbs- und Abwerbeverbote in Non-Disclosure Agreements im Vorfeld von Unternehmenszusammenschlüssen*

Sobald die Parteien eines potentiellen Unternehmenszusammenschlusses in Vertragsverhandlungen eintreten, schliessen sie in der Regel eine Geheimhaltungsvereinbarung (auch Non-Disclosure Agreement) ab. Damit soll sichergestellt werden, dass nicht öffentlich zugängliche Informationen, welche von den Unternehmen – insbesondere im Rahmen der Due Diligence – ausgetauscht werden, vertraulich behandelt werden. Zur Absicherung gegen eine ungewollte interne Verwendung dieser Informationen durch die Gegenpartei, werden in der Praxis häufig im Rahmen solcher Geheimhaltungsvereinbarun-

---

<sup>157</sup> Diebold/Schäke, 237; Tschudin, 63, Rz. 28 f.

<sup>158</sup> Tschudin, 63, Rz. 28 f.

<sup>159</sup> Birkhäuser/Stanchieri, Rz. 3; RPW 2019/2, 322 ff., Rz. 716 ff. – Hoch- und Tiefbauleistungen Engadin I; RPW 2018/2/, 350 ff., Rz. 48 ff. – Gerätebenzin.

<sup>160</sup> Thomi, 239 f., Rz. 69.

<sup>161</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 171; Ruggli/Vischer, 299.

gen auch Wettbewerbs- und Abwerbeverbote vereinbart.<sup>162</sup> Aus kartellrechtlicher Sicht muss im Zusammenhang mit solchen Geheimhaltungsvereinbarungen zum einen die Zulässigkeit des Informationsaustauschs an sich und zum andern diejenige der damit verknüpften Wettbewerbs- und Abwerbeverbote kritisch geprüft werden.<sup>163</sup>

Sind die beteiligten Unternehmen aktuelle oder potenzielle Wettbewerber, kann ein Informationsaustausch das Spannungsverhältnis zwischen dem legitimen Interesse der beteiligten Unternehmen an der Transaktionsvorbereitung und der kartellrechtlich unzulässigen Koordination ihres Wettbewerbsverhaltens beschlagen.<sup>164</sup> Ein Informationsaustausch im Rahmen von Vertragsverhandlungen im Vorfeld eines Unternehmenszusammenschlusses ist aus kartellrechtlicher Sicht immer dann problematisch, wenn davon wettbewerbsrelevante Informationen erfasst werden, die es den Parteien ermöglichen, das individuelle und künftige Marktverhalten der anderen Partei zu antizipieren. Als wettbewerbsrelevante Informationen, welche derartige Rückschlüsse zulassen, gelten dabei sämtliche Informationen, die für geschäftsstrategische Entscheidungen relevant sind, wie z.B. Preis-, Kunden- oder Lieferantenlisten, Geschäfts- oder Businesspläne oder technisches Know-how.<sup>165</sup> Die kartellrechtliche Problematik besteht darin, dass der Austausch solch sensibler Informationen in gewissen Marktstrukturen dazu führen kann, dass die Unternehmen ihr Verhalten aufeinander abstimmen und ihre eigenen Geschäftsentscheidungen denjenigen der Konkurrenz angleichen, mithin den Wettbewerb beeinträchtigen.<sup>166</sup>

Der Austausch von solch sensiblen Informationen zwischen Wettbewerbern im Vorfeld eines Unternehmenszusammenschlusses ist deshalb nur zulässig, sofern er verhältnismässig ist.<sup>167</sup> Dies setzt zunächst voraus, dass der Informationsaustausch für das Zusammenschlussvorhaben zwingend erforderlich ist und es keine andere – den Wettbewerb weniger gefährdende – Möglichkeit gibt, das damit verfolgte Ziel zu erreichen. Der Informationsaustausch ist dabei auf transaktionsrelevante Informationen zu beschränken. Unzulässig wäre daher der Austausch sensibler Informationen, die in keinem unmittelbaren Zusammenhang mit der Transaktionsvorbereitung stehen. Weiter ist sicherzustellen, dass nur wettbewerbsrelevante Informationen ausgetauscht werden, die für die Vertragsverhandlungen absolut erforderlich sind. Zudem ist

---

<sup>162</sup> Jentsch, 39; Volz, 570; Hopt, 21.

<sup>163</sup> Waser, 116; Jentsch, 36 ff.

<sup>164</sup> Waser, 116.

<sup>165</sup> Volz, Joint Ventures, 560.

<sup>166</sup> Gübeli, Informationsaustausch, 52.

<sup>167</sup> Waser, 117.

mittels organisatorischer Vorkehrungen dafür zu sorgen, dass die betreffenden Informationen unter strengen Voraussetzungen und in einem aus kartellrechtlicher Sicht unproblematischen Rahmen ausgetauscht werden.<sup>168</sup> Unter Umständen hat der Informationsaustausch gestaffelt nach Prozessphasen zu erfolgen, immer dann, wenn es anders mit der Transaktion bzw. den Vertragsverhandlungen nicht weitergehen könnte.<sup>169</sup>

Dabei ist die Schwelle für die Bejahung der Erforderlichkeit eines direkten Informationsaustauschs von wettbewerbsrelevanten Informationen sowie daran anknüpfenden Wettbewerbs- und Abwerbeverboten hoch. Denn in den meisten Fällen dürfte es andere Möglichkeiten geben, bei welchen die Gefahr der Beeinträchtigung des Wettbewerbs geringer ist, die aber gleichermassen geeignet sind, die an der Information interessierte Partei über die nötigen Parameter in Kenntnis zu setzen. Eine in der Praxis häufig anzutreffende Möglichkeit ist der Einsatz von sog. Clean Teams. Ein Clean Team – bestehend aus Personen, die mit dem operativen Geschäft der beteiligten Unternehmen nichts zu tun haben – analysiert die auszutauschenden Informationen vorweg auf bestimmte Kriterien hin und liefert der an der Information interessierten Partei in nicht-sensitiver Form einen aggregierten und anonymisierten Bericht.<sup>170</sup> Da in diesem Fall kein direkter Austausch von wettbewerbsrelevanten Informationen stattfindet, ist in der Regel auch die daran anknüpfende Vereinbarung von Wettbewerbs- und Abwerbeverboten nicht erforderlich, d.h. unverhältnismässig, und somit aus kartellrechtlicher Sicht problematisch. Bei der Vereinbarung solcher Wettbewerbs- und Abwerbeverbote ist deshalb grosse Vorsicht geboten. Abwerbeverbote sind aber nach der vorliegend vertretenen Ansicht auch hier in der Regel milder zu beurteilen, insbesondere wenn sie zu einem Zeitpunkt vereinbart werden, in dem sich die Vertragsverhandlungen bereits in einem fortgeschrittenen Stadium befinden. Dann dürfte häufig unabdingbar sein, die Mitarbeiter der an der Transaktion beteiligten Unternehmen zu kennen und eine entsprechende Absicherung der Bekanntgabe diesbezüglicher Informationen mittels Abwerbeverboten müsste als erforderlich erachtet werden.

### *c) Rechtsfolgen der Kartellrechtswidrigkeit*

Gemäss Art. 49a KG sind die Kernbeschränkungen gemäss Art. 5 Abs. 3 und Abs. 4 KG, worunter Wettbewerbs- und Abwerbeverbote subsumiert werden können, mit direkten Verwaltungssanktionen belegt. Solche Verwaltungssank-

---

<sup>168</sup> Waser, 117; BSK KG-Borer, Art. 32 N 83; Reinert, 374 ff.

<sup>169</sup> Hopt, 26.

<sup>170</sup> Waser, 117; Billinger, 129; Volz, 561.

tionen können bis zu 10% des Umsatzes betragen, der in den letzten drei Geschäftsjahren in der Schweiz von den beteiligten Unternehmen erzielt wurde.<sup>171</sup>

Eine Kartellrechtsverletzung begründet nach schweizerischem Recht überdies die Widerrechtlichkeit der betroffenen Abrede und führt damit gemäss Art. 20 Abs. 1 OR – *ex tunc* und absolut – zur deren Nichtigkeit; der Erfüllungsanspruch entfällt. Die Wiederrechtlichkeit eines Wettbewerbs- oder Abwerbverbots führt gemäss Art. 20 Abs. 2 OR aber nach dem Grundsatz des *favor negotii* nur ausnahmsweise zur Nichtigkeit des gesamten Vertrags, nämlich dann, wenn dessen Auslegung aufgrund des Vertrauensprinzips den Schluss zulässt, dass dieser ohne das Wettbewerbsverbot überhaupt nicht geschlossen worden wäre.<sup>172</sup> Im Regelfall erstreckt sich die Nichtigkeit bloss auf den betroffenen Vertragsteil, wobei nach herrschender Auffassung ein übermässiges Wettbewerbs- oder Abwerbverbot im Sinne der geltungserhaltenden Reduktion auf das erlaubte Mass zu reduzieren ist.<sup>173</sup> Würde nämlich das Wettbewerbs- oder Abwerbverbot vollständig entfallen, so wäre die Transaktion um ihren wirtschaftlichen Sinn gebracht, was unter Heranziehung des hypothetischen Parteiwillens im Regelfall zur Gesamtnichtigkeit des Rechtsgeschäfts führen würde.<sup>174</sup>

#### d) Lösungsvorschläge für die Praxis

Das eigenwillige bundesgerichtliche Verständnis des Merkmals der Erheblichkeit in Art. 5 Abs. 1 KG kann zu einer ungehemmten Anwendung der einschlägigen Kartellrechtsvorschriften auf ausserhalb von Unternehmenszusammenschlüssen vereinbarte Wettbewerbs- und Abwerbverbote führen und birgt die Gefahr einer direkten Sanktionierung von an sich kartellrechtsneutralen oder gar kartellrechtlich erwünschten Vertragsbeziehungen.<sup>175</sup>

Nachstehend werden für die Praxis somit einzelne Lösungsvorschläge angeboten, mit denen kartellrechtlich relevante Wettbewerbs- und Abwerbverbote innerhalb und ausserhalb von Unternehmenszusammenschlüssen künftig einheitlich beurteilt werden können, damit sie als effiziente unternehmerische Koordinationshandlungen – auch ausserhalb von Unternehmenszusammenschlüssen – nicht als unzulässige und sanktionsbedrohte Wettbewerbsabreden im Sinne von Art. 5 Abs. 1 KG qualifiziert werden.

---

<sup>171</sup> Egli, Bedeutung, 7.

<sup>172</sup> Etter, 487.

<sup>173</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 171; Egli, Bedeutung, 8.

<sup>174</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 171.

<sup>175</sup> Emch/Gottret, Rz. 10.



aa) *Begriff der Wettbewerbsabrede i.S.v. Art. 4 Abs. 1 KG restriktiv auslegen*

Heinemann weist in einem Beitrag aus dem Jahr 2014 darauf hin, dass in Bezug auf die Beantwortung der Frage, in welcher Intensität das Kartellrecht auf Wettbewerbsverbote Anwendung finden soll, zwei Wege vorstellbar seien. Zum einen könne in Anerkennung der wettbewerbsfördernden Funktion von Wettbewerbsverboten bereits die Anwendung des Kartellgesetzes abgelehnt werden, so dass es gar nicht erst zu einer kartellrechtlichen Überprüfung solcher Wettbewerbsverbote kommen würde. Zum anderen sei es jedoch auch denkbar, die Anwendbarkeit des Kartellgesetzes weiterhin zu bejahen. Über die Rechtmässigkeit des jeweiligen Wettbewerbsverbots entscheide dann die materiell-rechtliche Prüfung, insbesondere am Massstab von Art. 5 KG.<sup>176</sup>

Mit der Gaba-Rechtsprechung gewinnt der Anwendungsbereich des Kartellgesetzes und damit die Definition der Wettbewerbsabrede gemäss Art. 4 Abs. 1 KG an Bedeutung, weil dadurch Abreden bereits aufgrund einer rein qualitativen Erheblichkeit unter Art. 5 KG fallen können.<sup>177</sup> Die Praxis wird gezwungen, konzeptionelle Fehler möglichst schon über den Begriff der Wettbewerbsabrede gemäss Art. 4 Abs. 1 KG zu vermeiden.<sup>178</sup> Gerade das Bestimmtheitsgebot im Aufgreifen und Beweisen einer Wettbewerbsabrede wird wichtiger: Die entsprechenden Tatbestände sind eng auszulegen.<sup>179</sup> Eine weite Auslegung von Art. 4 Abs. 1 KG wäre nur dann gerechtfertigt, wenn im Rahmen der effektiven materiellen Prüfung gemäss Art. 5 KG lediglich jene Abreden als unzulässig qualifiziert würden, welche sich tatsächlich negativ auf den Wettbewerb auswirken – was seit dem Bundesgerichtsentscheid i.S. Gaba jedoch nicht mehr der Fall ist.<sup>180</sup> Es erscheint daher umso wichtiger, dass im Rahmen von Art. 4 Abs. 1 KG nicht einfach sämtliche Verhaltensweisen als Wettbewerbsabrede qualifiziert und bis zu Art. 5 KG „durchgewinkt“ werden, sondern dass die relevanten Tatbestandsmerkmale genau geprüft und konsequent angewendet werden.<sup>181</sup>

Art. 4 Abs. 1 KG setzt als zentrales Tatbestandsmerkmal voraus, dass mit der Abrede eine Wettbewerbsbeschränkung „bezweckt“ oder „bewirkt“ wird. Der

---

<sup>176</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 168.

<sup>177</sup> Schneider, 702; Gübeli, Qualifikation, 229; Emch/Gottret, Rz. 13 f.

<sup>178</sup> Tschudin, 63, Rz. 28 f.

<sup>179</sup> Schneider, 702; Gübeli, Informationsaustausch, 50; Gübeli, Qualifikation, 79; Emch/Gottret, Rz. 13 f.; Birkhäuser/Stanchieri, Rz. 26.

<sup>180</sup> Birkhäuser/Stanchieri, Rz. 26 f.; Stoffel, Wettbewerbsabreden, 58.

<sup>181</sup> Emch/Gottret, Rz. 14; Birkhäuser/Stanchieri, Rz. 27; Gübeli, Informationsaustausch unter Konkurrenten als Wettbewerbsabrede?, 50; Tschudin, 64, Rz. 32 f.; BSK KG-Borer, Art. 32 N 89.

Begriff der „bezweckten Wettbewerbsbeschränkung“ sollte dabei restriktiv ausgelegt und nur auf bestimmte Arten der Koordinierung zwischen Unternehmen angewandt werden, die den Wettbewerb hinreichend beeinträchtigen, und bei denen folglich davon ausgegangen werden kann, dass die Prüfung ihrer Auswirkungen nicht notwendig ist. Es ist zentral, dass der Begriff des „Bezweckens“ nicht sämtliche Abreden umfasst, bei welchen eine Wettbewerbsbeschränkung lediglich im Bereich des Möglichen liegt.<sup>182</sup> Deshalb sollten die rechtsanwendenden Behörden nicht direkt auf wahrscheinliche Auswirkungen schliessen, wenn die Schwelle des Bezweckens trotz grundsätzlicher Eignung nicht erreicht wird.<sup>183</sup> Ein blosses Potenzial zur Beschränkung des Wettbewerbs sollte zur Erfüllung von Art. 4 Abs. 1 KG nicht ausreichen.<sup>184</sup>

Für die Notwendigkeit einer restriktiven Auslegung von Art. 4 Abs. 1 KG spricht auch das Leitbild des wirksamen Wettbewerbs, dem das heutige Kartellgesetz verpflichtet ist.<sup>185</sup> Gemäss dem Konzept des wirksamen Wettbewerbs stellt der Wettbewerb einen vielgestaltigen und dynamischen Prozess dar; temporäre Ungleichgewichte können dabei durchaus vorkommen. Der Begriff des „wirksamen Wettbewerbs“ bildet den zentralen Prüfmassstab, um sozial oder volkswirtschaftlich schädliche von unschädlichen Verhaltensweisen zu unterscheiden.<sup>186</sup> Sämtliche Verhaltensweisen, die den Wettbewerb nicht in genügendem Ausmass beeinträchtigen, sind daher zulässig und rechtfertigen keine Intervention der Behörden.<sup>187</sup>

Das Vorliegen einer bezweckten oder bewirkten Wettbewerbsbeschränkung gemäss Art. 4 Abs.1 KG hängt somit von der Ausgestaltung des Wettbewerbs- oder Abwerbeverbots im Einzelfall ab.<sup>188</sup> Jedes Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot wirkt sich mehr oder weniger auf die Marktverhältnisse aus, indem es die Marktposition des Geschützten stärkt, jene des Belasteten schwächt und die Wahlmöglichkeiten Dritter vermindert. Dient das Wettbewerbsverbot als effiziente unternehmerische Koordinationshandlung aber dazu, den wirtschaftlichen Erfolg einer kartellrechtsneutralen Transaktion zu sichern, liegt – bei adäquater Ausgestaltung in sachlicher, räumlicher, zeitlicher und persönlicher Hinsicht – mangels volkswirtschaftlich oder sozial schädlicher Auswir-

---

<sup>182</sup> Birkhäuser/Stanchieri, Rz. 34 ff.

<sup>183</sup> Birkhäuser/Stanchieri, Rz. 39 ff.

<sup>184</sup> Birkhäuser/Reinert, 134.

<sup>185</sup> Baldi, 69.

<sup>186</sup> KG Dike Kommentar-Bangerter/Zirlick, Art. 4 N 114; Birkhäuser/Stanchieri, Rz. 11.

<sup>187</sup> Birkhäuser/Stanchieri, Rz. 11; Baldi, 70.

<sup>188</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 170 mit Verweis auf Zäch, Rz. 385.

kung keine bezweckte oder bewirkte Wettbewerbsbeschränkung vor.<sup>189</sup> Solche Wettbewerbs- und Abwerbeverbote sollten aufgrund ihrer unerheblichen oder gar fördernden Auswirkungen auf den Wettbewerb von vornherein einer materiellen Beurteilung entzogen sein und nicht als Wettbewerbsabreden gemäss Art. 4 Abs. 1 KG qualifiziert werden, da ansonsten von der Rechtsordnung als legitim anerkannte Rechtsgeschäfte bzw. deren Durchführung vereitelt würden.<sup>190</sup> Anderes gilt nur, wenn ein Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot über das Mass hinausgeht, das zur Erreichung des kartellrechtsneutralen Hauptzwecks des umfassenden Vertrags unerlässlich erscheint.<sup>191</sup>

*bb) Rechtfertigung aus Gründen der wirtschaftlichen Effizienz i.S.v. Art. 5 Abs. 2 KG weit auslegen*

Das Kartellgesetz geht davon aus, dass erhebliche Wettbewerbsbeschränkungen zwar schädliche Auswirkungen haben können, diese jedoch durch positive Wirkungen auf den Wettbewerb (über)kompensiert werden können.<sup>192</sup> Relevanter Massstab zur Beurteilung dieser Wirkungen ist die gesamtwirtschaftliche Effizienz.<sup>193</sup> Nach Art. 5 Abs. 2 KG sind Abreden gerechtfertigt, die:

- notwendig sind, um die Herstellungs- oder Vertriebskosten zu senken, Produkte oder Produktionsverfahren zu verbessern, die Forschung oder die Verbreitung von technischem oder beruflichem Wissen zu fördern oder um Ressourcen rationeller zu nutzen (lit. a); und
- den beteiligten Unternehmen in keinem Fall die Möglichkeit eröffnen, wirksamen Wettbewerb zu beseitigen (lit. b).

In der Schweiz hatte die Rechtfertigungsklausel bis zum Bundesgerichtsentscheid i.S. Gaba kaum eine praktische Bedeutung erlangt, da sämtliche „unproblematischen“ Abreden bereits auf Stufe der Erheblichkeitsprüfung als zulässig qualifiziert worden sind. Mit der Einführung der grundsätzlichen Erheblichkeit für Kernbeschränkungen ist zu erwarten, dass sich – sofern die rechtsanwendenden Behörden den Begriff der Wettbewerbsabreden i.S.v. Art. 4 Abs. 1 KG nicht restriktiv auslegen – die Wirkungsanalyse, d.h. die Beurteilung der Frage, ob die formale Beschränkung des Wettbewerbs auch des-

---

<sup>189</sup> Ähnliche Überlegungen vor BGE i.S. Gaba: Heinemann, Konkurrenzverbot, 172; Hilty/Früh, 196; Zäch, 385.

<sup>190</sup> Ähnliche Überlegungen vor BGE i.S. Gaba: BSK KG-Krauskopf/Schaller, Art. 5 N 16-17; Zäch, Rz. 387; Zu den Beweggründen, die zum Erlass der EU-Bekanntmachung führten: Demir, 64.

<sup>191</sup> Cotti, Rz. 252 und 254; Egli, Bedeutung, 71; Egli, Forschungs- und Entwicklungsverträge, 1001; Rauber, 201; Zäch, 384 ff.

<sup>192</sup> KG Dike Kommentar-Zirlick/Bangerter, Art. 5 N 256 f.

<sup>193</sup> KG Dike Kommentar-Zirlick/Bangerter, Art. 5 N 256 f.

sen Funktionsfähigkeit im Sinne des Konzepts des „wirksamen Wettbewerbs“ beeinträchtigt, von der Tatbestands- auf die Rechtfertigungsebene verlagern wird.<sup>194</sup> Der Bundesgerichtsentscheid i.S. Gaba führt zu einer Aufwertung der Effizienzrechtfertigung.<sup>195</sup> Auch wenn dieses Vorgehen systematisch unrichtig ist, weil Art. 5 Abs. 1 KG eine zweistufige Prüfung vorsieht (1. Schritt: Prüfung, ob ein Verhalten den Wettbewerb erheblich beeinträchtigt, 2. Schritt: Prüfung, ob das betreffende Verhalten aus Gründen der wirtschaftlichen Effizienz gerechtfertigt ist),<sup>196</sup> ist dies – wenn Abreden unter Art. 4 Abs. 1 KG subsumiert werden – neu die einzige Möglichkeit, um bei Vorliegen einer unter Art. 5 Abs. 3 oder 4 KG fallende Wettbewerbsabrede eine direkte Sanktion abzuwenden.<sup>197</sup>

In Art. 5 Abs. 2 lit. a KG findet sich eine Aufzählung der Gründe der wirtschaftlichen Effizienz, die eine Wettbewerbsabrede rechtfertigen können. Die Rechtfertigung setzt voraus, dass mindestens einer der in der Aufzählung genannten Effizienzgründe vorliegt. Das Gesetz zählt diese Effizienzgründe in Abs. 2 zwar abschliessend auf, ist aber bewusst sehr offen formuliert.<sup>198</sup> Ausserdem überschneiden sich die Gründe teilweise und lassen sich in gewissen Bereichen kaum klar voneinander abgrenzen, was aber auch nicht notwendig ist.<sup>199</sup> Ergibt eine Prüfung im Einzelfall, dass eine Abrede effektiv Effizienzgewinne mit sich bringt, so wäre es begrüssenswert, wenn die Behörden sie in jedem Fall berücksichtigen würden. Die Effizienzgewinne sollten daher im Sinne der *ratio legis* unter einen der in Abs. 2 genannten Gründe subsumiert werden, selbst wenn hierzu der Gesetzeswortlaut mittels teleologischer Extension weit ausgelegt werden muss.<sup>200</sup>

In der Zukunft wird es von Bedeutung sein, die Konturen der Effizienzrechtfertigung weiter zu schärfen.<sup>201</sup> In Bezug auf Wettbewerbs- oder Abwerbeverbote sollte das Vorliegen eines rechtfertigenden Effizienzgrundes bejaht werden, wenn sie für die Durchführung einer kartellrechtsneutralen Transaktion erforderlich sind und bezüglich des sachlichen und räumlichen Umfangs und der Dauer im Rahmen dessen bleiben, was transaktionsnotwendig ist.<sup>202</sup> Die durch das Wettbewerbs- oder Abwerbeverbot erzeugte temporäre Ab-

---

<sup>194</sup> Diebold/Schäke, 243 f.; KG Dike Kommentar-Zirlick/Bangerter, Art. 5 N 252 ff.; Baldi, 79.

<sup>195</sup> Heinemann, *Gaba*-Urteil, 116.

<sup>196</sup> Birkhäuser/Reinert, 128.

<sup>197</sup> Emch/Gottret, Rz. 18.

<sup>198</sup> KG Dike Kommentar-Zirlick/Bangerter, Art. 5 N 283 f.

<sup>199</sup> KG Dike Kommentar-Zirlick/Bangerter, Art. 5 N 283 f.

<sup>200</sup> KG Dike Kommentar-Zirlick/Bangerter, Art. 5 N 283 f.

<sup>201</sup> Heinemann, *Gaba*-Urteil, 116; Emch/Gottret, Rz. 18.

<sup>202</sup> Stirnimann, 176 f.

nahme des Wettbewerbsdrucks und Beschränkung der wirtschaftlichen Handlungsfreiheit entfaltet längerfristig nämlich durchaus positive Markteffekte.<sup>203</sup> Wettbewerbs- und Abwerbeverbote können insbesondere zu einer Vermehrung der auf dem betreffenden Markt (potenziell) tätigen Unternehmen und mithin zu einer Verstärkung des Wettbewerbs beitragen.<sup>204</sup> Beispielsweise ermöglicht erst ein Wettbewerbsverbot bestimmte Arten von Austauschverträgen als Bestandteil des Wettbewerbsprozesses oder sichert die Marktteilnahme von Wirtschaftssubjekten in Form der Mitunternehmerschaft.<sup>205</sup> Darüber hinaus kann die durch ein Wettbewerbsverbot erleichterte Übertragung und Integration von immateriellen Vermögenswerten zu einer Wertschöpfung und damit letztlich zu Effizienz führen.

cc) *Analoge Anwendung des „ancillary restraints“-Gedanken*

Die beiden zuvor erläuterten Lösungswege haben gemeinsam, dass man den „ancillary restraints“-Gedanken auch ausserhalb von Unternehmenszusammenschlüssen für Wettbewerbs- und Abwerbeverbote fruchtbar macht.<sup>206</sup> Wettbewerbs- und Abwerbeverbote können nach dem „ancillary restraints“-Gedanken auch notwendig sein, um die sinnvolle Ausgestaltung anderer anerkannter Rechtsinstitute zu ermöglichen.<sup>207</sup> In diesem Sinne ist das Vorliegen einer Wettbewerbsbeschränkung – sei es auf Stufe von Art. 4 Abs. 1 KG oder auf Stufe von Art. 5 Abs. 2 KG – bei Wettbewerbs- oder Abwerbeverboten zu verneinen, wenn sie als notwendige Nebenabreden erforderlich sind, um den Hauptzweck eines als solchen kartellrechtsneutralen Vertrags zu verwirklichen.<sup>208</sup> Dies setzt natürlich voraus, dass sie in sachlicher, räumlicher, zeitlicher und persönlicher Hinsicht auf das notwendige Mass beschränkt werden.<sup>209</sup> Was im konkreten Einzelfall als notwendig angesehen wird, sollte aber nicht starr anhand einer Bekanntmachung der Europäischen Kommission, sondern unter Berücksichtigung der besonderen Umstände und Komplexitäten des jeweiligen Einzelfalls beurteilt werden.<sup>210</sup> Die europäische Kommission selbst ist grundsätzlich offen für die Prüfung konkreter Einzelfälle.

---

<sup>203</sup> Diebold/Schäke, 235.

<sup>204</sup> Etter, 483; Demir, 79.

<sup>205</sup> Komm. EU KG-Zimmer, Art. 101 Abs. 1 AEUV N 146.

<sup>206</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 170; Scheuffele, 373.

<sup>207</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 170.

<sup>208</sup> Tschudin, 64, Rz. 32 f.; Heinemann, Konkurrenzverbot, 170.

<sup>209</sup> Heinemann, Konkurrenzverbot, 170; Scheuffele, 373.

<sup>210</sup> A.A. Heinemann, Konkurrenzverbot, 170, der in Anlehnung an die Praxis in der EU eine zeitliche Dauer von zwei Jahren, im Fall der Übertragung von Know-how auch von drei Jahren für erforderlich hält.

## IV. Arbeitsrechtliche Beurteilung

### I. Allgemeines

Wettbewerbsverbots- und Abwerbverbots- sowie Retention-Klauseln bzw. Agreements betreffen alle direkt oder indirekt (auch) die Erwerbstätigkeit einer natürlichen Person.

Wettbewerbsverbote, welche im Rahmen von Unternehmenskäufen abgeschlossen und in den Unternehmenskaufvertrag aufgenommen werden, sind, anders als diejenigen in Arbeitsverträgen, nicht anhand von Art. 340 OR zu beurteilen, sondern anhand des allgemeinen Zivilrechts (siehe unten [V.1.b](#)).<sup>211</sup>

Abwerbverbote, verstanden als die Verpflichtung des Verkäufers die Mitarbeitenden des übertragenen Unternehmens nicht abzuwerben, sind aus arbeitsrechtlicher Sicht wenig problematisch. Der Arbeitnehmer ist keine Vertragspartei des Abwerbverbots, anders als der Käufer oder das übertragene Unternehmen und der Verkäufer des übertragenen Unternehmens. Der Arbeitnehmer wird durch Art. 27 Abs. 2 ZGB und die zwingenden arbeitsrechtlichen Bestimmungen zur Beendigung des Arbeitsverhältnisses grundsätzlich vor einer zu grossen Beschränkung seines wirtschaftlichen Fortkommens und in seiner Freiheit, den Arbeitgeber selbst zu wählen, geschützt.<sup>212</sup> Die Fürsorgepflicht des Arbeitgebers verbietet es diesem nicht, Massnahmen gegen ein Abwerben seiner Arbeitnehmer zu ergreifen.<sup>213</sup> Überdies schützt das Gesetz den Arbeitgeber unter bestimmten Voraussetzungen vor zu aggressiven Abwerbemethoden von Konkurrenten.<sup>214</sup>

Eine Beurteilung von Abwerbverboten hat anhand des allgemeinen Zivilrechts stattzufinden (siehe unten [V.1.c](#)).

Abwerbverbote, welche in den Unternehmenskaufvertrag aufgenommen oder vom Käufer direkt mit einer natürlichen Person vereinbart werden, fallen unter den Begriff der Wettbewerbsverbote, welche, wie bereits erwähnt, anhand des allgemeinen Zivilrechts zu beurteilen sind. Werden Abwerbverbote während des Transaktionsprozesses in die Arbeitsverträge der Mitarbeitenden mit dem übertragenen Unternehmen aufgenommen, handelt es sich um ein

---

<sup>211</sup> Ruggli/Vischer, 297 f.

<sup>212</sup> Siehe Art. 334 ff. i.V.m. 361 OR.

<sup>213</sup> Siehe 328 OR.

<sup>214</sup> Frick, 101 f., 104 f., 113 und 128.

arbeitsrechtliches Wettbewerbsverbot. Angesichts der bereits ausführlichen Behandlung von solchen Wettbewerbsverboten in der Literatur kann hier auf ihre Behandlung verzichtet werden.

Arbeitsrechtliche Fragen stellen sich insbesondere bezüglich Retention-Boni, die entsprechend im folgenden Unterkapitel genauer analysiert werden. Solche finanzielle Vorteile bezwecken, einen Arbeitnehmer durch die richtigen Anreize an das übertragene Unternehmen zu binden bzw. die Weiterführung des bereits bestehenden Arbeitsverhältnisses zu sichern.

## **2. Retention-Agreement und Boni**

### *a) Erscheinungsformen und Vertragsverhältnisse*

Der Verbleib des Mitarbeiters kann sowohl im Interesse des übertragenen Unternehmens sowie des Erwerbers sein. Entsprechend gibt es verschiedene Vertragsverhältnisse. Zum einen kann das übertragene Unternehmen einen Retention-Bonus in den bestehenden Arbeitsvertrag aufnehmen, zum anderen kann der Erwerber direkt mit dem Arbeitnehmer ein Retention-Agreement abschliessen. Bei der ersten Konstellation ist relevant, ob das übertragene Unternehmen dies aus Eigenantrieb oder jedoch auf Verlangen des Käufers tut.

Wird ein Retention-Bonus in den bestehenden Arbeitsvertrag aufgenommen, kommt das Arbeitsrecht zur Anwendung. Diese Variante steht bei der nachfolgenden Beurteilung im Vordergrund. Schliesst der Käufer den Vertrag direkt mit dem Arbeitnehmer ab, stellt sich erst die Frage, wie das Retention-Agreement zu qualifizieren ist und ob die arbeitsrechtlichen Vorschriften anzuwenden sind, was bei Konkurrenzklauseln ausserhalb von Arbeitsverträgen z.B. nicht der Fall ist (vgl. [IV](#) oben). In Betracht kommt wohl eine Qualifikation als Arbeitsvertrag im Konzern.<sup>215</sup>

### *b) Anknüpfung der Vergütung an eine Bedingung und Formen der Vergütung*

Bedingungen sind für die Erreichung der Mitarbeiterbindung zentral. Durch die direkte Anknüpfung der Vergütung an das Bestehen des Arbeitsverhältnisses zu einem bestimmten Zeitpunkt, wird der Arbeitnehmer dazu angeregt, im Unternehmen zu bleiben. Zur Anknüpfung der Vergütung an eine Bedingung gibt es grundsätzlich zwei Möglichkeiten: Als Erstes kann ein Bonus vereinbart werden, der mit einer Verfallsklausel suspensiv bedingt ist; der Bonus wird hierbei erst und nur dann ausgezahlt, wenn der Mitarbeiter für die vereinbarte

---

<sup>215</sup> Siehe dazu bspw. Müller, 51 ff.

Zeit im Unternehmen verblieben ist. Im Zusammenhang mit Mitarbeiterbeteiligungen kann dies in Form einer sogenannten „Vesting“-Periode vereinbart werden. Als zweite Möglichkeit kommt eine resolutiv bedingte Vergütung in Frage. Dabei wird bereits während der Vertragsdauer ein Bonus ausgerichtet, welcher im Falle des Nichterreichens der vereinbarten Dauer zurückbezahlt werden muss. Dies kann in einer sogenannte Rückzahlungsklausel<sup>216</sup> vereinbart werden.

Bezüglich der Ausgestaltung des Retention-Bonus kommen grundsätzlich die gleichen Vergütungsarten wie bei anderen Boni in Betracht. Zum einen kann der Bonus in Form von einer Geldzahlung, zum anderen in Form von Beteiligungsplänen stattfinden. Bei Letzteren werden dem Mitarbeiter neben dem Fixlohn und einem allfälligen variablen Jahresbonus Anrechte auf Beteiligungen am Unternehmen eingeräumt. Die effektive Zuteilung oder Eigentumsübertragung an den Aktien findet meist nach einer sogenannten „Vesting“-Periode<sup>217</sup> statt, was der Mitarbeiterbindung dienen soll.<sup>218</sup> Dieses Instrument wird vorwiegend bei börsenkotierten Unternehmen verwendet, da im Vergleich zu nicht kotierten Gesellschaften der Wert der Aktie einfacher festgestellt werden kann und Aktien als Vergütung für den Mitarbeiter besonders attraktiv sind, weil er sie vergleichsweise einfach veräussern kann.

c) *Zulässigkeit der Anknüpfung der Vergütung an das Bestehen des Arbeitsverhältnisses*

Da der Retention-Bonus vertraglich vereinbart wird, ohne dass dem Arbeitgeber weder bezüglich Auszahlung noch Höhe ein individuelles Ermessen zukommt, handelt es sich um eine sogenannte Sondervergütung mit Lohncharakter.<sup>219</sup> Retention-Boni bzw. die Anknüpfung einer Gratifikation an objektive Bedingungen werden von der Lehre, entgegen der Rechtsprechung des Bundesgerichtes,<sup>220</sup> zu Recht und mit gutem Grund als zulässig erachtet.<sup>221</sup> Dies ist insbesondere aufgrund von Art. 322d Abs. 2 OR von grosser Bedeutung: Demnach entfällt, sofern nichts anderes vereinbart wurde, der Anspruch auf Ausrichtung einer Sondervergütung, wenn das Arbeitsverhältnis endet, bevor

---

<sup>216</sup> BSK OR I-Portmann/Rudolph, Art. 322d N 25 f.; Rudolph, 96.

<sup>217</sup> BGE 141 III 381 E 2.1.; Rudolph, 96.

<sup>218</sup> Richa/Raedler, 529.

<sup>219</sup> BSK OR I-Portmann/Rudolph, 322d N 6; Streiff/von Kaenel/Rudolph, Art. 322d OR N 2.

<sup>220</sup> Siehe z.B. BGE 142 III 381 E. 2.; 139 III 155 E. 3.1; 129 III 276 E. 2.

<sup>221</sup> BSK OR I-Portmann/Rudolph, 322d N 18a; Wyler/Heinzer, 231; Meier, 160; Brühwiler, Art. 332d OR N 9; BK-Rehbinder/Stöckli, Art. 322 N 1; Gabus/Rohmer, 230; Morf, 79; Streiff/von Kaenel/Rudolph, Art. 322d OR N 9; Richa/Raedler, 530; Hirsiger, 107; Reinert, 8; Cramer, 165 f.



der Anlass zu deren Ausrichtung eingetreten ist. Dies steht im starken Gegensatz zum Lohn, welcher *pro rata temporis* geschuldet ist. Für die Arbeitsleistung während der vereinbarten Mindestperiode wird der Arbeitnehmer bereits entlohnt; der Retention-Bonus bildet bloss eine zugeschlagene Sondervergütung. Würde ein Mitarbeiter bei vorzeitiger Kündigung dennoch mit einem Teil des Retention-Bonus belohnt, würde dies selbstverständlich dem eigentlichen Zweck des Retention-Bonus, der Anregung zum Verbleib des Arbeitnehmers, zuwiderlaufen.

Die Lehre erachtet bei Retention-Boni, welche vom Bestehen des Arbeitsverhältnisses suspensiv oder resolutiv bedingt sind, die Kündigungsfreiheit und Kündigungsparität nicht als verletzt.<sup>222</sup> Gewisse Stimmen verlangen jedoch, dass solche Vereinbarungen analog zu Wettbewerbsverboten nicht länger als drei Jahre dauern dürfen.<sup>223</sup> Andere fordern hingegen die Zulässigkeit auch bei längerer Dauer,<sup>224</sup> wofür eigentlich Art. 334 Abs. 3 OR spricht, welcher befristete Arbeitsverhältnisse von bis zu zehn Jahren ohne Kündigungsmöglichkeit zulässt.<sup>225</sup> Die Situation ist u.E. denn auch nicht vergleichbar mit Wettbewerbsverboten, welche das wirtschaftliche Fortkommen der betroffenen Person stärker betreffen, da sie die Periode nach dem Arbeitsverhältnis betreffen.

Bei Vergütungen in Form von Beteiligungen besteht die Gefahr der Verletzung des Truckverbots (323b Abs. 3 OR).<sup>226</sup> Betrachtet man den Retention-Bonus als Gratifikation, kommt das Truckverbot jedoch nicht zur Anwendung.<sup>227</sup>

## V. Allgemeine zivilrechtliche Beurteilung

Neben den arbeitsrechtlichen Regeln gelangen in allen drei hier behandelten Vereinbarungsarten selbstverständlich auch allgemeine zivilrechtliche Normen und Schranken zur Anwendung, was besonders für solcherlei Klauseln in Unternehmenskaufverträgen von massgeblicher Bedeutung ist.<sup>228</sup> Diese Aspekte sollen nachfolgend angesprochen werden.

---

<sup>222</sup> BSK OR I-Portmann/Rudolph, Art. 322d N 18; siehe auch Cramer, 167 ff. und 170 ff.

<sup>223</sup> Cramer, 167.

<sup>224</sup> Vgl. Cramer, 167.

<sup>225</sup> Siehe auch BGE 130 III 495 E. 5; BSK OR I-Portmann/Rudolph, Art. 334 N 9.

<sup>226</sup> BSK OR I-Portmann/Rudolph, Art. 322 N 25 f.

<sup>227</sup> BSK OR I-Portmann/Rudolph, Art. 323b N 10; BGE 131 II 617 E. 6.3.

<sup>228</sup> Ruggli/Vischer, 297 f.

## 1. Schranken nach Art. 19 und 20 OR, insbesondere 27 Abs. 2 ZGB

Wie für alle Verträge sind die rechtlichen Schranken von Art. 19 und 20 OR zu beachten, insbesondere Art. 27 Abs. 2 ZGB, dessen Verletzung Art. 19 Abs. 2 und Art. 20 OR zufolge sittenwidrig ist.<sup>229</sup> In diesem Zusammenhang ist besonders beachtenswert, dass juristische Personen sich auf Art. 27 Abs. 2 ZGB berufen können, wenn ihre wirtschaftliche Bewegungsfreiheit betroffen ist.<sup>230</sup> Eine Verletzung von Art. 27 Abs. 2 OR führt gemäss Art. 20 OR zur Nichtigkeit des Vertrages oder der mit dem Inhaltsmangel behafteten Klausel. Bezüglich der Rechtsfolgen von Kartellrechtsverletzungen in Verbindung mit Art. 19 und 20 OR kann auf [III.2.c\)](#) oben verwiesen werden. Im Folgenden werden für jede der drei Vereinbarung die naheliegenden zivilrechtlichen Grenzen aufgezeigt.

### a) Wettbewerbsverbote

Wettbewerbsverbote in Unternehmenskaufverträgen sind nicht nach Art. 340 ff. OR, sondern anhand von 27 Abs. 2 ZGB zu prüfen.<sup>231</sup> Die arbeitsrechtlichen Zulässigkeitsvoraussetzungen des Einblicks in den Kundenkreis oder in Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse, des Schädigungspotentials, der dreijährigen zeitlichen Schranke und der höchststrichterlich geforderten räumlichen, sachlichen und zeitlichen Eingrenzung kommen folglich alle nicht zur Anwendung. Im Rahmen von Art. 27 Abs. 2 ZGB ist es jedoch dem Verkäufer, ungeachtet seiner Persönlichkeit, untersagt, sich seiner wirtschaftlichen Freiheit zu entäussern oder die Grundlage seiner wirtschaftlichen Existenz ernsthaft zu gefährden.<sup>232</sup> Das Bundesgericht hielt bezüglich der zeitlichen Geltung fest, dass Art. 27 Abs. 2 ZGB nicht vor einer langen Vertragsdauer, sondern vor übermässiger Bindung schützt.<sup>233</sup>

Denkbar ist auch ein Verstoß gegen die zeitliche Schranke des Wettbewerbsverbots im Kartellrecht (vgl. oben [III.1.b\)bb\)aaa\)](#)), welche je nach Ausgestaltung zur Nichtigkeit eines Teils oder des ganzen Vertrags bzw. zur Herabsetzung der Dauer führt (vgl. oben [III.2.c\)](#)). Damit das Kartellrecht überhaupt zur An-

---

<sup>229</sup> BGE 130 III 495 E. 5; die h.L. geht von diesem Verhältnis aus, ein anderer Teil sieht Art. 27 Abs. 2 ZGB als eigenes Kontrollkriterium neben den anderen Schranken in Art. 19 und 20 OR, siehe BSK ZGB I-Huguenin/Reitze, Art. 27 N 8.

<sup>230</sup> BGE 114 II 159 E. 2a. Gefordert wird zudem, dass auch abseits von der wirtschaftlichen Bewegungsfreiheit Art. 27 Abs. 2 ZGB bei juristischen Personen zur Anwendung gelangt, solange es nicht auf Eigenschaften i.S.v. Art. 53 ZGB ankommt, siehe dazu BSK ZGB-Huguenin/Reitze Art. 27 N 3.

<sup>231</sup> Ruggli/Vischer, 297 f.; Cotti, Rz. 830 ff.; BGE 95 II 532 E. 2.

<sup>232</sup> BGE 143 III 480 E. 5.4; 138 III 322 E. 4.3.2; 123 III 337 E. 5.

<sup>233</sup> BGE 143 III 480 E. 5.4; 114 II 159 E. 2b.

wendung kommt, muss jedoch die verpflichtete Vertragspartei unter den funktionalen Unternehmensbegriff von Art. 2 Abs. 1<sup>bis</sup> KG fallen (vgl. oben [III.1.b\)bb\)ddd\)](#)).

b) *Abwerbeverbote*

Für die Beurteilung von Abwerbeverboten, welche eine natürliche Person mit dem Käufer abschliesst, kann auf die Ausführungen zu den Wettbewerbsverboten verwiesen werden.

Bei Abwerbeverboten zwischen dem Käufer und dem Verkäufer, die verhindern sollen, dass die Mitarbeiter des übertragenen Unternehmens vom Verkäufer während oder nach Vollendung des Transaktionsprozesses abgeworben werden, kommt ebenfalls eine Beurteilung nach Art. 19 und 20 OR in Betracht. Dass sich eine Person oder ein Unternehmen verpflichtet, Arbeitnehmer eines Konkurrenten nicht abzuwerben, erscheint im Sinne von Art. 27 Abs. 2 ZGB als wenig einschränkend, besonders weil gewisse diesbezügliche Praktiken als unlauter zu betrachten sind<sup>234</sup> und die Chance ohnehin besteht, dass der Arbeitnehmer ohne verbotene Einflussnahme zum übertragenen Unternehmen wechselt.

c) *Retention-Agreement*

Mit Blick auf die Zulässigkeit befristeter Arbeitsverträgen ohne Kündigungsmöglichkeit bis zu einer Dauer von zehn Jahren sollten Retention-Agreements kaum je ein Verletzung von Art. 27 Abs. 2 ZGB darstellen.<sup>235</sup> Bezüglich einer Mitarbeiteroption mit Verfügungssperre von fünf Jahren, dessen Zweck es gemäss Bundesgericht gerade war, „das Arbeitsverhältnis auf eine gewisse Dauer zu stabilisieren“ hielt die Rechtsprechung somit auch fest, dass sich „[v]on der in begründeter Erwartung eines hohen Gewinns freiwillig auf fünf Jahre eingegangenen Bindung des Klägers“ nicht sagen lasse, dass sie das zulässige Mass überschreite, da „der Kläger aus mehrjähriger Erfahrung die Perspektiven eines fünfjährigen Verbleibens bei der X. Bank AG abzuschätzen in der Lage war“. Erst ein auf mehr als zehn Jahre abgeschlossener Arbeitsvertrag verletze die persönliche Freiheit im Sinne von Art. 27 ZGB.<sup>236</sup>

Retention-Agreements bzw. Klauseln schränken sowieso die wirtschaftliche Freiheit weniger ein, als Wettbewerbsverbote, welche den Wechsel des Arbeit-

---

<sup>234</sup> Frick, 101 f., 104 f., 113 und 128.

<sup>235</sup> Art. 334 Abs. 3 OR.

<sup>236</sup> BGE 130 III 495 E. 5; BSK OR I-Portmann/Rudolph, Art. 334 N 9; Cramer, 168.

gebers und die Ausübung der Erwerbstätigkeit unter gewissen Voraussetzungen verbieten und anders als Retention-Boni nicht nur einen Anreiz für den Verbleib schaffen.<sup>237</sup>

## 2. Bedingungen

Bedingungen sind insbesondere in Retention-Agreements bzw. Klauseln relevant, da die Anknüpfung des Bonus an den Eintritt einer Bedingung naturgemäss den wesentlichen Anreizmechanismus ausmacht. Es soll hier bloss kurz darauf hingewiesen werden, dass Art. 156 OR eine Schranke für die Handlungen des Arbeitgebers darstellt. Verhindert er wider Treu und Glauben, dass die Bedingung eintritt, gilt diese trotzdem als erfüllt und er muss die Vergütung auszahlen. Um solche Konsequenzen zu verhindern sollte genau vereinbart werden, wann eine Kündigung des Arbeitgebers, die den Eintritt der Bedingung verhindert, legitim ist.

## 3. Konventionalstrafe

Konventionalstrafen sind bei Abwerbverboten und Wettbewerbsverboten gegenüber natürlichen Personen von grosser Bedeutung. Bei M&A-Transaktionen stellt die Festlegung der Höhe der Konventionalstrafe wohl die Crux der Sache dar, weil der Schaden, der durch die Verletzung an sich verursacht wird, nur schwierig zu bestimmen ist und der Richter nach seinem Ermessen überhöhte Konventionalstrafen herabsetzen kann.<sup>238</sup> Zu verabreden ist auf jeden Fall, dass die Leistung der Konventionalstrafe nicht von der Pflicht zur Realerfüllung und zum Ersatz des weiteren Schadens befreit.

## 4. VegüV

Bei börsenkotierten Unternehmen ist bezüglich der Vergütung innerhalb von Retention-Agreements ebenfalls die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften vom 20. November 2013 (VegüV, SR 221.331) zu beachten, sofern es sich bei der betroffenen Person um ein Mitglied des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung oder des Beirates handelt. Wird eine Leistung des Vergütungsempfängers abgegolten und steht der Retention-Bonus in einem angemessenen Verhältnis zum Nachteil des Vergütungsempfängers, ist diese unter der VegüV grundsätzlich zulässig.<sup>239</sup> Nicht

---

<sup>237</sup> Gl. M. Cramer, 169.

<sup>238</sup> Art. 163 Abs. 3 OR.

<sup>239</sup> Vgl. dazu im Zusammenhang mit Kontrollwechseln Oser/Müller, Art. 20 VegüV N 145 und BSK VegüV-Pöschel, 20 N 117.

erlaubt sind jedoch Zahlungen, die den Zweck einer verbotenen Abgangsschädigung erfüllen,<sup>240</sup> was bei Retention-Boni aber regelmässig nicht der Fall sein sollte, sofern dies nicht speziell verabredet wird.

## Literaturverzeichnis

- Amstutz Marc, Bemerkungen zu BGE 124 III 495, AJP 1999, 1477 ff.
- Amstutz Marc/Reinert Mani (Hrsg.), Basler Kommentar, Kartellgesetz, 2. A., Basel 2021 (zit. BSK KG-Bearbeiter).
- Baker&McKenzie, Kartellgesetz, SHK – Stämpfli Handkommentar, Bern 2007 (zit. SHK KG-Bearbeiter).
- Baldi Marino, Zur „Grundsätzlichkeit“ der Bundesgerichtsurteile GABA und BMW, AJP 2018, 68 ff.
- Billinger Josefa, Teil B Kartellrechtliche Risiken im Unternehmen/IX. Transaktionen, in: Schultze Jörg-Martin (Hrsg.), Compliance-Handbuch Kartellrecht, 2. A., Frankfurt am Main 2021, 112 ff.
- Birkhäuser Nicolas/Reinert Mani, Das Gaba-Urteil des Bundesgerichts: Kritik und künftige Anwendung, ZSR Band 137 (2018), Heft 1.
- Birkhäuser Nicolas/Stanchieri Alessandro, Das Urteil des Bundesgerichts in Sachen Gaba, Jusletter, 11. September 2017.
- Borer Jörg, Wettbewerbsrecht I, Kommentar, Schweizerisches Kartellgesetz (KG), 3. A., Zürich 2011.
- Brühwiler Jürg, Einzelarbeitsvertrag, Kommentar zu den Art. 319–343 OR, 3. A., Basel 2014.
- Bunte Hermann-Josef (Hrsg.), Kartellrecht Kommentar, 2. Bd., Europäisches Kartellrecht, 13. A., Köln 2018 (zit. Kartellrecht-Komm.-Bearbeiter).
- Cagienard Mark/Jenny Daniel, Steuerfreier privater Kapitalgewinn: Tragweite und Grenzen der wirtschaftlichen Betrachtungsweise, Besprechung des Urteils 2C\_618/2014 des Bundesgerichts vom 3. April 2015, GesKR 3/2015, 438 ff.
- Candreia Philipp, Konzerne als marktbeherrschende Unternehmen nach Art.7 KG, Diss., Zürich 2006.
- Cotti Lukas, Das vertragliche Konkurrenzverbot, Voraussetzungen, Wirkungen, Schranken, Diss., Fribourg 2001.
- Cramer Conradin, Der Bonus im Arbeitsvertrag, Diss., Bern 2007.
- David Lucas/Jacobs Reto, Schweizerisches Wettbewerbsrecht, 5. A., Bern 2012.
- Demir Koray, Wettbewerbsverbote – Kartellrechtliche Beurteilung, Diss. Zürich 2008.
- Diebold Nicolas F./Schäke Cyrill, Wirkungsanalyse von Kernbeschränkungen im Kartellrecht – eine Auslegeordnung, recht 4/2018, 228 ff.
- Egli Urs, Die Bedeutung des Kartellrechts in der Vertragspraxis, recht 2/2014, Heft 1 (zit. Egli, Bedeutung).

---

<sup>240</sup> Art. 20 Ziff. 1 VegüV; Oser/Müller, Art. 20 VegüV N 37.

- Egli Urs, Forschungs- und Entwicklungsverträge: Zentrale Rechtsfragen und Hinweise zur Vertragsgestaltung, AJP 7/2015, 993 ff. (zit. Egli, Forschungs- und Entwicklungsverträge).
- Emch Daniel/Gottret Anna, Grundsätzliche Erheblichkeit – Kritische Würdigung und mögliche Korrektive, *sui-generis* 2018, 374 ff.
- Etter Boris, Konkurrenzverbote beim Unternehmenskauf und Wettbewerbsrecht, *sic!* 6/2001, 481 ff.
- Fellmann Walter/Müller Karin, Berner Kommentar, Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, Die einfache Gesellschaft, Art. 530–544 OR, Bern 2006 (zit. BK OR-Bearbeiter).
- Fischer Kuno, Fusionskontrollrechtliche Aspekte der Gründung von B2B-Internet-Handelsplattformen in Form von dauerhaften Vollfunktionsgemeinschaftsunternehmen, Zürich/Basel/Genf 2007.
- Forstmoser Peter/Kühler Marcel, Aktionärbindungsverträge, Rechtliche Grundlagen und Umsetzung in der Praxis, Zürich/Basel/Genf 2015.
- Frick Markus, Abwerbung von Personal und Kunden unter Berücksichtigung der Abwerbung durch Arbeitnehmer während und nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses, Bern 2000.
- Gabus Pierre/Rohmer Sandrine, Bonus et hauts salaires: Liberté contractuelle ou protection du travailleur?, SJ 2014 II, 219 ff.
- Gübeli Raffael, Informationsaustausch unter Konkurrenten als Wettbewerbsabrede?, AJP 1/2017, 50 ff. (zit. Gübeli, Informationsaustausch).
- Gübeli Raffael, Unterschiede in der Qualifikation von horizontalen und vertikalen abgestimmten Verhaltensweisen in der Praxis, *sic!* 5/2018, 229 ff. (zit. Gübeli, Qualifikation).
- Heinemann Andreas, Das *Gaba*-Urteil des Bundesgerichts: Ein Meilenstein des Kartellrechts, ZSR 1/2017, 101 ff. (zit. Heinemann, *Gaba*-Urteil).
- Heinemann Andreas, Das Konkurrenzverbot in der einfachen Gesellschaft, in: Amstutz/Chabloz/Heinzmann/Hochreutener (Hrsg.), Festschrift für Walter A. Stoffel, Bern 2014, 161 ff. (zit. Heinemann, Konkurrenzverbot).
- Heizmann Reto A., Relative Marktmacht, überragende Marktstellung – eine Analyse nach sechs Jahren Praxis, *recht* 5/2010, 172 ff.
- Henckel von Donnersmarck Sophie, Art. 2 Abs. 1<sup>bis</sup> KG – die Unternehmensdefinition des Schweizer Kartellgesetzes: Eine Untersuchung der legislatorischen Problemlösungsarbeit, Diss., Zürich 2008.
- Heuchert Ines, Unternehmens- und Immobilientransaktionen, in: Messmer Stefan/Bernhard Jochen (Hrsg.), Praxishandbuch Kartellrecht im Unternehmen, 2. A., Berlin/Boston 2018, 241 ff.
- Hilty Reto M./Früh Alfred, Lizenzkartellrecht, Schweizer Recht, gespiegelt am US-amerikanischen und europäischen Recht, Bern 2017.
- Hirsiger René, Ausgewählte Einzelfragen zu vereinbarten Leistungszielen im Einzelarbeitsverhältnis, ArbR 2011, 87 ff.

- Homburger Eric/Schmidhauser Bruno/Hoffet Franz, Gesamtkommentar zum schweizerischen Kartellgesetz, 1. A., Zürich 1997 (zit. GK KG-Bearbeiter).
- Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, Art. 530 – 964 OR, 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR II-Bearbeiter).
- Immenga Ulrich et al. (Hrsg.), Wettbewerbsrecht, 1. Bd., EU, Kommentar zum Europäischen Kartellrecht, 6. A., München 2019 (zit. Komm. EU KG-Bearbeiter).
- Jentsch Valentin, Transaktionsvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen, Inhalt, Zulässigkeit und Durchsetzung, Zürich 2015.
- Kapp Thomas/Schumacher Anke, Das Wettbewerbsverbot des Minderheitsgesellschafters, WuW 2010, 481 ff.
- Knobloch Stefan, Joint Ventures: Vertrags- und gesellschaftsrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten, GesKR 4/2013, 551 ff.
- Krauskopf Patrick, Das verschärfte Kartellgesetz: Kostspielige Risiken, Baurecht 2003/3, 121 ff.
- Krauskopf Patrick/Henkel Sophie, Art. 2 Abs. 1<sup>bis</sup> KG: Gedanken zum neuen Unternehmensbegriff, sic! 2006(11), 740 ff.
- Leupold Michael, Die Beurteilung von Konkurrenzverboten bei Unternehmensverkäufen im Lichte des neuen schweizerischen Kartellgesetzes, SZW 1998, 183 ff. (zit. Leupold, Beurteilung).
- Leupold Michael, Sind Konkurrenzverbote Wettbewerbsabreden im Sinne des Kartellgesetzes, SZW 1999, 150 ff. (zit. Leupold, Konkurrenzverbote).
- Martenet Vincent/Heinemann Andreas, Droit de la concurrence, Genf/Zürich/Basel 2012.
- Martenet Vincent/Bovet Christian/Tercier Pierre (Hrsg.), Commentaire Romand, Droit de la concurrence, 2. A., Basel 2013 (zit. CR-Bearbeiter).
- Meier Matthias, Die Anwesenheitsprämie, ARV-DTA 3/2017, 153 ff.
- Morf Roger, Gratifikation und Freiwilligkeitsvorbehalt, ArbR 2012, 67 ff.
- Müller Roland/Zünd David, Die Durchsetzung von Konkurrenzverboten im Arbeitsrecht, AJP 12/2012, 1781 ff.
- Oser David/Müller Andreas (Hrsg.), Praxiskommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften, 2. A., Zürich 2018.
- Müller Roland, Arbeit im Konzern, in: Portmann Wolfgang/von Kaenel Adrian (Hrsg.), Fachhandbuch Arbeitsrecht, Zürich 2018, 47 ff.
- Rauber Georg, Internet Joint Ventures, in: Weber/Hilty/Auf der Maur (VORNAMEN) (Hrsg.), Geschäftsplattform Internet, Rechtliche und praktische Aspekte, Zürich 2000, 169 ff.
- Rehbinder Manfred/Stöckli Jean-Fritz, Berner Kommentar, Bd. VI/2/2/1, OR 319-330b, Bern 2010 (BK OR Bd. VIC/2/1-Bearbeiter).
- Reinert Mani, Gun-Jumping und Zusammenschlusskontrolle, in: Vogt/Stupp/Dubs (Hrsg.), Unternehmen – Transaktion – Recht – Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich/St. Gallen 2008, 357 ff.
- Reinert Peter, Variable Gehaltssysteme aus arbeitsrechtlicher Sicht, AJP 1/2009, 3 ff.

- Richa Alexandre/Raedler David, Le „bonus“ soumis à une condition objective, GesKR 4/2012, 524 ff.
- Roberto Vito/Trüb Hans Rudolf (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Personengesellschaften und Aktiengesellschaft – Vergütungsverordnung, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. HK OR-Bearbeiter).
- Rudolph Roger, Fokus Arbeitsrecht: Neuere Entwicklungen im Bonusrecht, TREX 2/2011, 92 ff.
- Ruggli Monika/Vischer Markus, Konkurrenzverbote in Unternehmenskaufverträgen, SJZ 102 (2006) Nr. 13, 294 ff.
- Schenker Urs, Unternehmenskauf, Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016.
- Scheuffele Friedrich, Kartellrechts-Compliance: Mietvertragliche Konkurrenzschutzklauseln, Compliance-Berater 10/2018, 372 ff.
- Schlupe Walter René/Schürmann Leo, KG PüG: Kartellgesetz Preisüberwachergesetz: Gesetzestexte mit umfassendem Kommentar unter Berücksichtigung der Gesetzesmaterialien, der Doktrin zum schweizerischen Kartellrecht sowie der Praxis der Gerichte und der Kartellkommission, Zürich 1988 (zit. KG PüG-Komm.-Bearbeiter).
- Schneider Henrique, Gesamtabrede im Wettbewerbsrecht: Eine Würdigung im Spannungsverhältnis zwischen der Schweiz und der EU, sic! 12/2018, 689 ff.
- Stirnimann Franz Xaver, Urheberkartellrecht, Kartellrechtliche Verhaltenskontrolle von urheberrechtlichen Märkten in der Schweiz, Zürich/Basel/Genf 2004.
- Stöckli Jean-Fritz, Funktionierender Wettbewerb bei Spitzenlöhnen, in: Müller Roland A./Rudolph Roger/Schnyder Anton K./von Kaenel Adrian/Waas Bernd (Hrsg.), Festschrift für Wolfgang Portmann, Zürich/Basel/Genf 2020, 713 ff.
- Streiff Ullin/von Kaenel Adrian/Rudolph Roger, Arbeitsvertrag, Praxiskommentar zu Art. 319–362 OR, 7. A., Zürich 2012.
- Thomi Roger, Meldepflicht Fusionskontrolle I, in: Tschudin Michael (Hrsg.), Schweizerisches Kartellrecht in der Praxis, Erläuterte Beratungen des WEKO-Sekretariats, Basel 2018, 197 ff.
- Tschudin Michael, Einkaufsgemeinschaften, in: Tschudin Michael (Hrsg.), Schweizerisches Kartellrecht in der Praxis, Erläuterte Beratungen des WEKO-Sekretariats, Basel 2018, 29 ff.
- Volz Stephanie, Wettbewerbsverbote als Ancillary Restraints beim Unternehmenskauf, in: Grosz/Grünwald (Hrsg.), Festschrift für Rolf H. Weber, Bern 2016, 225 ff.
- Volz Stephanie, Kartellrechtliche Fragen bei der Gründung eines Joint Ventures, SZW 2020, 557 ff. (zit. Volz, Joint Ventures).
- Von Büren Roland/David Lucas (Hrsg.), Schweizerisches Immaterialgüter- und Wettbewerbsrecht, 3. A., Basel 2011.
- Waser Astrid, Entwicklungen in der Fusionskontrolle, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXI, Zürich/Basel/Genf 2019, 97 ff.



- Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli, Basler Kommentar, Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV), Basel 2015 (zit. BSK VegüV-Bearbeiter).
- Weber Rolf/Volz Stephanie, Wettbewerbsrecht – Fachhandbuch, Expertenwissen für die Praxis, Bern 2013.
- Weidenbach Georg/Mühle Jan, Wettbewerbsverbote im Kartellrecht – Teil 1: Unternehmenskaufverträge, EWS 9/2010, 353 ff.
- Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Art. 1 – 529 OR, 7. A., Basel 2020 (BSK OR I-Bearbeiter).
- Wyler Rémy/Heinzer Boris, Droit du travail, Bern 2019.
- Zäch Roger, Schweizerisches Kartellrecht, 2. A., Bern 2005.
- Zäch Roger et al. (Hrsg.), KG Dike Kommentar, Zürich/St. Gallen 2018 (zit. KG Dike Komm.-Bearbeiter).



# Aspekte der beruflichen Vorsorge in M&A-Transaktionen

Franziska Stadtherr-Glättli

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	140
II.	<a href="#">Die berufliche Vorsorge in der Schweiz</a>	141
1.	<a href="#">Struktur</a>	141
2.	<a href="#">Organisation</a>	142
3.	<a href="#">Rechtsbeziehungen</a>	143
III.	<a href="#">Wichtige Vorsorge-Begriffe für die Due Diligence</a>	145
1.	<a href="#">Deckungsgrad</a>	145
2.	<a href="#">Unterdeckung</a>	146
3.	<a href="#">Teilliquidation</a>	147
a)	<a href="#">Allgemein</a>	147
b)	<a href="#">Voraussetzungen</a>	147
c)	<a href="#">Verfahren</a>	147
d)	<a href="#">Patronale Wohlfahrtsfonds</a>	148
4.	<a href="#">Rechnungslegung</a>	148
a)	<a href="#">Schweiz</a>	148
b)	<a href="#">International</a>	148
IV.	<a href="#">Share Deal</a>	149
1.	<a href="#">Unternehmen mit eigener Pensionskasse</a>	149
2.	<a href="#">Unternehmen mit Anschlussvertrag an Sammelstiftung</a>	150
3.	<a href="#">Unternehmen mit Anschlussvertrag an Pensionskasse des Konzerns</a>	151
4.	<a href="#">Due Diligence beim Share Deal</a>	151
a)	<a href="#">Dokumente und Prüfpunkte</a>	151
aa)	<a href="#">Übersicht</a>	151
bb)	<a href="#">Mitarbeiterbeteiligungen</a>	152
cc)	<a href="#">Überschuss</a>	153
dd)	<a href="#">Deckungslücke</a>	153
b)	<a href="#">Redaktion des Kaufvertrages</a>	154
V.	<a href="#">Asset Deal</a>	155
1.	<a href="#">Verkauf eines Betriebes</a>	155
2.	<a href="#">Themenbereiche</a>	156

3.	<a href="#">Due Diligence beim Asset Deal</a>	156
a)	<a href="#">Dokumente und Prüfpunkte</a>	156
aa)	<a href="#">Übersicht</a>	156
bb)	<a href="#">Teilliquidation</a>	157
b)	<a href="#">Redaktion des Kaufvertrages</a>	158
VI.	<a href="#">Fusion</a>	159
VII.	<a href="#">Post M&amp;A</a>	160
1.	<a href="#">Vereinheitlichung der Vorsorgelösungen</a>	160
2.	<a href="#">Strukturierungsmöglichkeiten</a>	160
a)	<a href="#">Bei Ausscheiden aus der bisherigen Vorsorgeeinrichtung</a>	160
b)	<a href="#">Bei unveränderter Versicherung in der bisherigen Vorsorgeeinrichtung</a>	161
aa)	<a href="#">Fusion der Vorsorgeeinrichtungen</a>	161
bb)	<a href="#">Wechsel der Vorsorgeeinrichtung</a>	161
3.	<a href="#">Fokus Rentnerbestand</a>	161
VIII.	<a href="#">Fazit</a>	162
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	163

## I. Einleitung

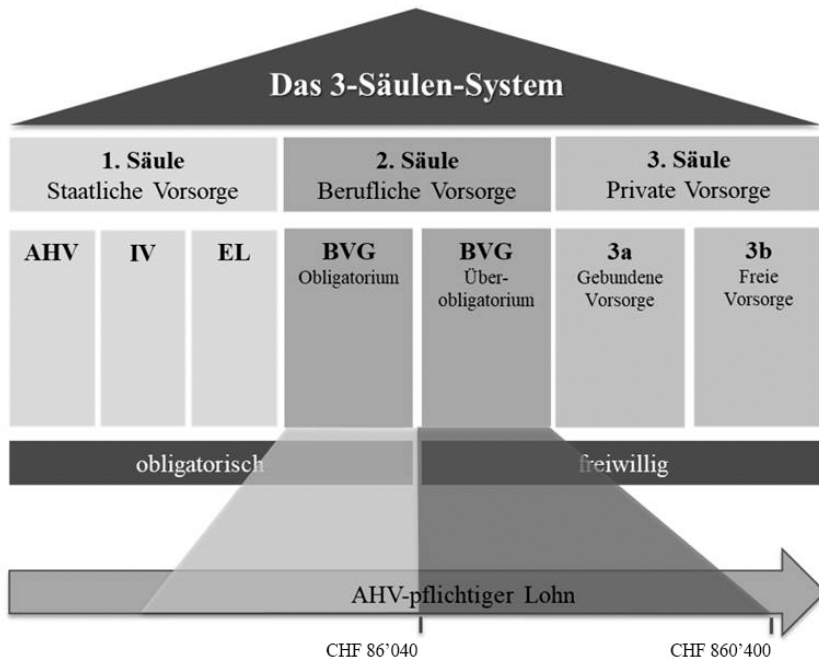
Vorsorgefragen werden in M&A Transaktionen oftmals erst in einer späten Phase des Due Diligence Prozesses behandelt. Werden ungedeckte Vorsorgeverpflichtungen zu spät festgestellt, so kann dies teuer und konfliktträchtig werden und sich im ungünstigsten Fall zum Dealbreaker entwickeln.<sup>1</sup> Um unliebsame Überraschungen zu vermeiden, sollte den Aspekten der beruflichen Vorsorge in M&A Transaktionen frühzeitig Beachtung geschenkt werden.

---

<sup>1</sup> Wehrli/Walter, 345.

## II. Die berufliche Vorsorge in der Schweiz

### I. Struktur



Das Vorsorgesystem der Schweiz beruht auf den drei Säulen der staatlichen, beruflichen und privaten Vorsorge (sog. „3-Säulen-Prinzip“, Art. 111 Abs. 1 der Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999 (BV, SR 101)). Die zweite Säule der beruflichen Vorsorge unterteilt sich in einen obligatorischen Teil (Säule 2a) und in einen freiwilligen – sog. überobligatorischen Teil (Säule 2b). Das in Art. 113 Abs. 2 lit. b BV verankerte Obligatorium der beruflichen Vorsorge richtet sich nach den Bestimmungen des Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 25. Juni 1982 (BVG, SR 831.40) und dessen Verordnungen (ins. Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 18. April 1984

(BVV2, SR 831.441.1). Im Obligatorium versichert sind die Risiken Alter, Tod und Invalidität (Art. 1 Abs. 1 BVG) für das Lohnsegment des sog. koordinierten Lohns zwischen gegenwärtig CHF 25'095 und CHF 86'040 (Art. 8 Abs. 1 BVG).<sup>2</sup>

Der Bereich der nichtobligatorischen beruflichen Vorsorge wird in Art. 331 ff. des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220) geregelt und betrifft insbesondere (i) den überobligatorischen Bereich (für Jahreslöhne, welche CHF 86'040 übersteigen, bis max. CHF 860'400), (ii) den unterobligatorischen Bereich (für Jahreslöhne unter dem Mindestjahreslohn, relevant v.a. für Teilzeitangestellte) sowie (iii) den ausserobligatorischen Bereich.

## 2. Organisation

Im Unterschied zu den meisten ausländischen Vorsorgesystemen, wo die rechtliche und vermögensmässige Vorsorgeverpflichtung durch die Unternehmung selbst übernommen wird, besteht in der Schweiz die Pflicht, für die Vorsorgeeinrichtung eine eigene Rechtsperson einzusetzen. Der Arbeitgeber hat die Wahl, entweder selbst eine Vorsorgeeinrichtung zu errichten oder sich einer bereits bestehenden Vorsorgeeinrichtung anzuschliessen (Art. 11 Abs. 1 BVG).

Mit Bezug auf die zulässigen Rechtsformen gilt ein Numerus Clausus: eine Vorsorgeeinrichtung muss zwingend die Rechtsform einer Stiftung haben oder eine Einrichtung des öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit sein (Art. 48 Abs. 2 BVG). Für den nichtobligatorischen Bereich sind überdies auch Genossenschaften zulässig (Art. 331 Abs. 1 OR).<sup>3</sup>

Grössere Unternehmen oder Firmengruppen verfügen oftmals über eine eigene Vorsorgeeinrichtung, kleinere Unternehmen schliessen sich in der Regel entweder der Vorsorgeeinrichtung ihres Branchenverbandes oder einer Sammelstiftung einer Bank oder Versicherung an. Es ist durchaus möglich und auch üblich, für die obligatorische und überobligatorische Vorsorge verschie-

---

<sup>2</sup> Der koordinierte Lohn beträgt im Obligatorium somit maximal CHF 60'945; mindestens jedoch CHF 3'585, wenn ein Mindestjahreslohn von CHF 21'510 erzielt wird (Art. 2 Abs. 1 BVG, Art. 7 Abs. 1 BVG, Art. 8 Abs. 2 BVG).

<sup>3</sup> Bis Ende 2013 war auch im BVG obligatorischen Bereich die Genossenschaft als Rechtsform zugelassen, bestehende Genossenschaften können bis zu ihrer Aufhebung bzw. Fusion weitergeführt werden.

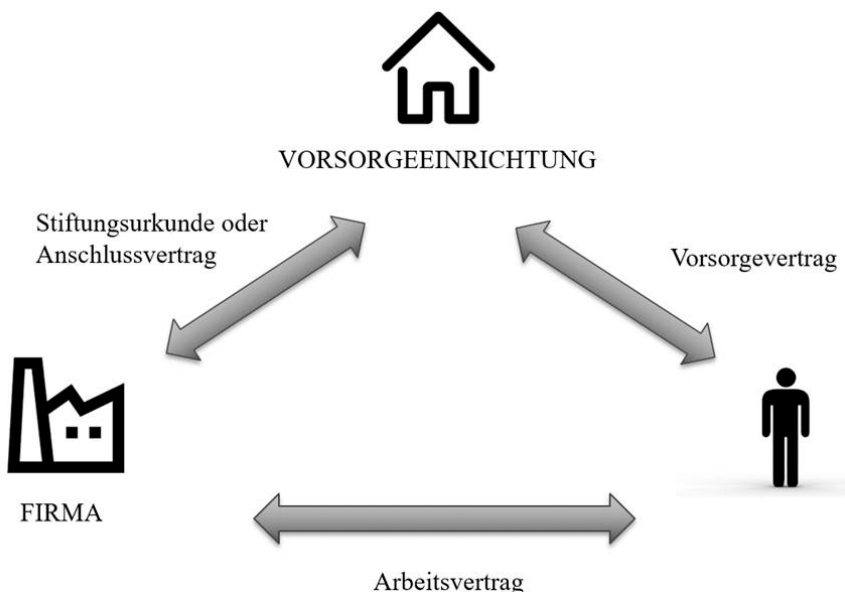
dene Varianten zu kombinieren: beispielsweise eine eigene Firmenstiftung für die obligatorische Vorsorge und den Anschluss an eine Gemeinschaftseinrichtung (z.B. Versicherung) für die Kadervorsorge.

In der Praxis lassen sich folgende Arten von Vorsorgeeinrichtungen unterscheiden: (i) BVG registrierte Vorsorgeeinrichtungen (BVG-Obligatorium, ggf. in Kombination mit unter/überobligatorischen Leistungen), (ii) nicht BVG registrierte Einrichtungen (BVG-Überobligatorium) sowie (iii) Wohlfahrtsfonds (patronale Fonds).

Mit Bezug auf die Risikoträgerform unterteilen sich die Vorsorgeeinrichtungen in folgende drei Kategorien: (i) autonome Vorsorgeeinrichtungen, welche ihre Versicherten auf eigene Rechnung und Gefahr für alle Risiken (Alter, Tod, Invalidität) versichern, (ii) teilautonome Vorsorgeeinrichtungen, welche das Risiko Alter (Anlage- und Langlebkeitsrisiko) selbst tragen und die Risiken Tod und Invalidität an eine Versicherungsgesellschaft übertragen sowie (iii) Vorsorgeeinrichtungen, welche sämtlich Risiken bei einer Lebensversicherungsgesellschaft versichert haben (sog. Vollversicherung).

### **3. Rechtsbeziehungen**

Die Vorsorgeeinrichtung ist rechtlich und auch finanziell selbständig. Sie hat weder Besitzer noch Mitglieder, sondern existiert als unabhängige juristische Person allein zur Erfüllung ihres Zweckes, der Personalvorsorge.



Es besteht daher ein Dreiecksverhältnis zwischen Vorsorgeeinrichtung, Unternehmung (Arbeitgeber) und Arbeitnehmer.<sup>4</sup> Bei Umstrukturierungen muss daher klar zwischen den verschiedenen Rechtsbeziehungen zwischen den drei Parteien unterschieden werden.

Die Rechtsbeziehung zwischen Arbeitgeber und Vorsorgeeinrichtung kann auf unterschiedlichen Rechtsakten beruhen. Hat der Arbeitgeber eine eigene Personalvorsorgestiftung gemäss Art. 80 ff. ZGB errichtet, so wird ihr Verhältnis in der Stiftungsurkunde geregelt.

Steht einem Arbeitgeber keine eigene Vorsorgeeinrichtung zur Verfügung und errichtet er auch keine solche, erfolgt ein Anschluss an eine bestehende Vorsorgeeinrichtung. In diesen Fällen ist der Anschlussvertrag die Grundlage der Rechtsbeziehung. Der Anschlussvertrag ist ein Innominatvertrag sui generis. Auf ihn sind die allgemeinen Bestimmungen des OR anwendbar. Die Vorsorgeeinrichtung verpflichtet sich im Anschlussvertrag gegenüber dem Arbeitgeber zur Erbringung der gesetzlichen Leistungen gemäss BVG und der Arbeitgeber zur Bezahlung der Beiträge.

---

<sup>4</sup> Lang, 184.



Das mittels Anschlussvertrag angeschlossene Unternehmen bildet innerhalb der Stiftung ein separates Vorsorgewerk. Als solches verfügt es über keine eigene Rechtspersönlichkeit; es handelt sich um eine „separate Kasse“, administrativ geführt wie eine eigenständige Vorsorgeeinrichtung.

Gestützt auf das Arbeitsverhältnis zwischen Arbeitgeber und Arbeitnehmer, geregelt im Arbeitsvertrag, entsteht das Rechtsverhältnis zwischen dem Arbeitnehmer und der Vorsorgeeinrichtung, geregelt im Vorsorgevertrag (Vorsorgeverhältnis).<sup>5</sup>

### III. Wichtige Vorsorge-Begriffe für die Due Diligence

#### 1. Deckungsgrad

Eine wichtige Kennzahl in der beruflichen Vorsorge ist der sog. Deckungsgrad. Der Deckungsgrad gibt darüber Auskunft, zu wie viel Prozent die Verpflichtungen einer Vorsorgeeinrichtung an einem bestimmten Stichtag mit Vermögenswerten gedeckt sind; er errechnet sich aus dem Verhältnis des Vorsorgevermögens zum notwendigen Vorsorgekapital. Ist das Vorsorgevermögen grösser als das notwendige Vorsorgekapital, so liegt der Deckungsgrad über 100% und man spricht von einer Überdeckung. Ist der Deckungsgrad weniger als 100%, liegt eine sog. Unterdeckung vor (Art. 44 Abs. 1 BVV2).

Bei der Berechnung des Deckungsgrads kommt es daher darauf an, wie die Verpflichtungen bewertet sind. Wird beispielsweise bei der Bewertung der Rentenverpflichtungen ein hoher technischer Zins angewandt, so ist heute für dieselben Rentenhöhen weniger Vorsorgekapital nötig, als wenn eine tiefere Verzinsung angenommen würde. Auch die Qualität eines bestimmten Deckungsgrads ist nicht auf den ersten Blick erkennbar: So entspricht ein Deckungsgrad von 110% bei einer Pensionskasse mit einem hohen Rentneranteil nicht der gleichen Sicherheitsmarge wie bei einer Pensionskasse mit jungen Versicherten. Aus diesem Grund ist es nicht einfach, den Deckungsgrad verschiedener Einrichtungen miteinander zu vergleichen. Der Deckungsgrad ist zudem immer eine Momentaufnahme.

Vermögensteile, die den definierten Zieldeckungsgrad einer Kasse überschreiten, werden als freie Mittel oder Überschüsse bezeichnet. Freien Mittel können vom Gesetz her den Reserven einer Pensionskasse zugeführt, an die Versicherten in Form einer Leistungserhöhung verteilt oder zur Beitragsreduktion verwendet werden.

---

<sup>5</sup> Lang, 185.

Aufschlussreich ist hierzu das versicherungstechnische Gutachten, welches die Vorsorgeeinrichtung mindestens alle drei Jahre durch einen Experten für berufliche Vorsorge erstellen lassen muss.

## 2. Unterdeckung

Sinkt der Deckungsgrad unter 100%, befindet sich die Vorsorgeeinrichtung in einer Unterdeckung. Eine zeitlich begrenzte Unterdeckung ist zulässig, wenn: a. sichergestellt ist, dass die Leistungen bei Fälligkeit erbracht werden können und b. die Vorsorgeeinrichtung Massnahmen ergreift, um die Unterdeckung in einer angemessenen Frist zu beheben (Art. 65c Abs. 1 BVG). Als angemessene Sanierungsperiode gilt eine Dauer von ca. 5 bis 7 Jahren.<sup>6</sup>

Die Vorsorgeeinrichtung muss eine Unterdeckung gemäss Art. 65d BVG selbst beheben, indem sie geeignete Sanierungsmassnahmen ergreift – wie beispielsweise eine temporäre Reduktion der künftig zu erwerbenden Leistungen (Minder- oder Nullverzinsung), Einschränkungen des Vorbezugs zum Erwerb von Wohneigentum, Verbesserung der Anlagestrategie. Führen die Sanierungsmassnahmen nicht zum gewünschten Erfolg, so kann die Vorsorgeeinrichtung subsidiär zusätzliche Beiträge vom Arbeitgeber und den Arbeitnehmern erheben. Sie kann dies in der obligatorischen Vorsorge einseitig beschliessen, bei der überobligatorischen Vorsorge nur mit dem Einverständnis des Arbeitgebers. Die Sanierungsbeiträge des Arbeitgebers müssen mindestens gleich hoch sein wie die Summe der Sanierungsbeiträge der Arbeitnehmer.

Bestehen Arbeitgeberbeitragsreserven, so kann der Arbeitgeber im Falle einer Unterdeckung die Sanierung der Vorsorgeeinrichtung unterstützen, indem er einen Verwendungsverzicht ausspricht (Art. 65e BVG). Durch diesen Verwendungsverzicht erhöht sich der Deckungsgrad der Vorsorgeeinrichtung.

Bei Vorsorgeeinrichtungen mit Vollversicherung ist eine Unterdeckung und somit Sanierungsbeiträge für Arbeitgeber und Arbeitnehmer ausgeschlossen.

---

<sup>6</sup> Weisungen OAK BV, Massnahmen zur Behebung von Unterdeckungen in der beruflichen Vorsorge, W – 01/2017, 6.

### 3. Teilliquidation

#### a) *Allgemein*

In der beruflichen Vorsorge gilt der Grundsatz, dass das Vermögen dem Personal folgt.<sup>7</sup> Währendem bei einem Stellenwechsel das sog. Freizügigkeitsguthaben übertragen wird, besteht bei wesentlichen Veränderungen des Destinatär-Bestandes überdies ein Anspruch auf freie Mittel; Art. 18a des Bundesgesetzes über die Freizügigkeit in der beruflichen Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 17. Dezember 1993 (FZG, SR 831.42) regelt, dass bei einer Teilliquidation nebst der Freizügigkeitsleistung ein individueller oder kollektiver Anspruch auf freie Mittel besteht.

#### b) *Voraussetzungen*

Jede Vorsorgeeinrichtung muss die Voraussetzungen und das Verfahren zur Teilliquidation in ihrem Reglement regeln. Eine Teilliquidation ist gemäss Art. 53b BVG vermutungsweise erfüllt, wenn:

- Eine erhebliche Verminderung der Belegschaft erfolgt – was gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung und Praxis der Aufsichtsbehörde bei einer Reduktion des Personals um 10% gegeben ist;
- Eine Unternehmung restrukturiert wird – wobei hier nach der Praxis der Aufsichtsbehörden eine Richtgrösse von 5% gilt;
- Der Anschlussvertrag aufgelöst wird – auch hier ist gemäss Praxis der Aufsichtsbehörden von einer Richtgrösse von 5% des Personalbestandes auszugehen.

#### c) *Verfahren*

Sind die Voraussetzungen einer Teilliquidation erfüllt, so hat das Organ der Vorsorgeeinrichtung (der Stiftungsrat bei Personalvorsorgestiftungen) diese unter Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes sowie des Fortbestandsinteresses eigenverantwortlich gemäss den gesetzlichen Bestimmungen von Art. 53d BVG sowie Art. 27g und 27h BVV2 abzuwickeln. Insbesondere hat der Stiftungsrat (i) den genauen Zeitpunkt der Teilliquidation festzulegen, (ii) die freien Mittel und den zu verteilenden Anteil oder (iii) ggf. den Fehlbetrag und dessen Zuweisung zu bestimmen sowie (iv) den Verteilplan festzulegen (Art. 53d Abs. 4 BVG).

---

<sup>7</sup> BGE 110 II 436 E.3.

#### *d) Patronale Wohlfahrtsfonds*

Seit der Gesetzesrevision von Art. 89a ZGB (per 1. April 2016) besteht Klarheit, dass die Vorschriften der Teilliquidation (Art. 53b – 53d BVG) lediglich für diejenigen Vorsorgeeinrichtungen gelten, welche dem FZG unterstehen (Art. 89a Abs. 6 Ziff. 9 ZGB). Für Personalfürsorgestiftungen, die nicht dem FZG unterstellt sind, wie patronale Wohlfahrtsfonds mit Ermessensleistungen sowie Finanzierungsstiftungen, gelten Art. 89a Abs. 7 und Abs. 8 ZGB mit einem deutlich reduzierten BVG-Verweiskatalog. Patronale Wohlfahrtsstiftungen mit Ermessensleistungen müssen kein Teilliquidationsreglement mehr erlassen; über Teilliquidationssachverhalte verfügt die Aufsichtsbehörde auf Antrag des Stiftungsrats (Art. 89a Abs. 8 Ziff. 2 ZGB). Ein Wohlfahrtsfonds kann sich einer Teilliquidation jedoch nicht widersetzen, indem der Stiftungsrat keinen Antrag an die Aufsichtsbehörden stellt. In diesem Fall kann die Aufsichtsbehörde den Wohlfahrtsfonds aufsichtsrechtlich anweisen, eine Teilliquidation durchzuführen.<sup>8</sup>

### **4. Rechnungslegung**

#### *a) Schweiz*

Die Vorsorgeeinrichtungen sind von Gesetzes wegen verpflichtet, eine Jahresrechnung zu erstellen (Art. 51a Abs. 2 lit. d BVG), diese hat aus Bilanz, Betriebsrechnung und Anhang zu bestehen. Die Rechnungslegung erfolgt nach Swiss GAAP FER 26 und es gelten die Vorschriften über die kaufmännische Buchführung nach OR (Art. 47 BVV2). Weiter ist eine Prüfung durch die Revisionsstelle sowie den Experten für berufliche Vorsorge vorgeschrieben (Art. 52a Abs. 1 BVG). Aufgrund der rechtlichen Unabhängigkeit zwischen Vorsorgeeinrichtung und Unternehmung ist letztere lediglich zu den vertraglichen bzw. statutarischen Leistungen verpflichtet und muss gemäss Art. 959c Abs. 2 Ziff. 7 OR nur die Verbindlichkeiten gegenüber der Vorsorgeeinrichtung in der Jahresrechnung im Anhang offenlegen.

#### *b) International*

Internationale Rechnungslegungsnormen verlangen von den Konzernen, ein Deckungsmanko ihrer Pensionskasse oder sonstiger vertraglicher Altersleistungen als Finanzschuld bilanzieren. Die Krux dabei ist, dass die Regeln von

---

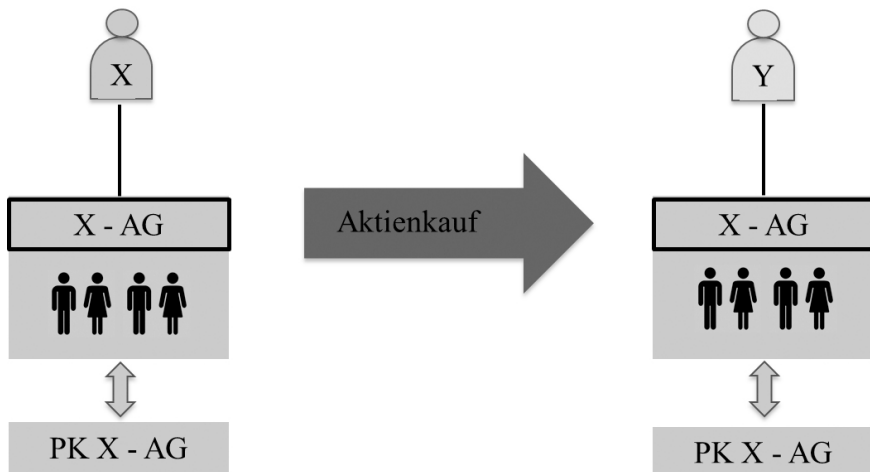
<sup>8</sup> Weisungen OAK BV, Wohlfahrtsfonds gemäss Art. 89a Abs. 7 ZGB, W – 02/2016, 8.

IFRS viel strenger sind als die der schweizerischen Norm. Die Konzernrechnung zeichnet deshalb oft ein dramatischeres Bild der Finanzlage der betrieblichen Altersvorsorge.

Unter IAS 19 werden Vorsorgepläne entweder als beitragsorientierte Pläne (defined contribution plans) oder leistungsorientierte Pläne (defined benefit plans) behandelt. Ein beitragsorientierter Plan liegt nur dann vor, wenn ein Unternehmen festgelegte Beiträge an eine eigenständige Vorsorgeeinrichtung entrichtet und weder rechtlich noch faktisch zur Zahlung darüberhinausgehender Beiträge verpflichtet ist, für den Fall, dass die Vorsorgeeinrichtung nicht über ausreichende Vermögenswerte verfügt, um alle Leistungen an Arbeitnehmer in der Berichtsperiode und früheren Perioden zu erbringen (IAS 19.8). Aufgrund der Verpflichtung des Arbeitgebers, sich an Sanierungsbeiträgen zu beteiligen, werden schweizerische Vorsorgeeinrichtungen generell als leistungsorientierte Pläne eingestuft. Dies führt zum Ergebnis, dass die resultierende Netto-Verpflichtung in der Bilanz ausgewiesen werden muss, wie wenn das Unternehmen die Verpflichtung selbst zu tragen hätte.

#### IV. Share Deal

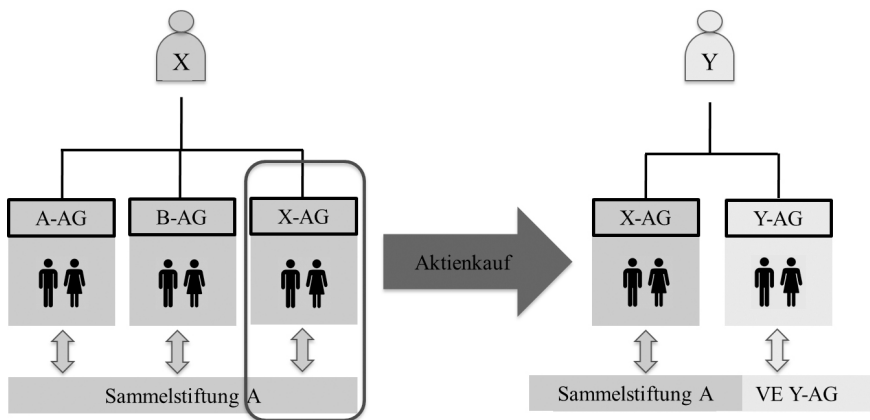
##### 1. Unternehmen mit eigener Pensionskasse



Beim Share Deal kauft der Käufer vom Verkäufer sämtliche Aktien des Unternehmens. Verfügt das Unternehmen über eine eigene Pensionskasse (PK), so ist diese aufgrund ihrer rechtlichen und finanziellen Selbständigkeit nicht

Gegenstand des Unternehmenskaufs.<sup>9</sup> Die PK bleibt unabhängig vom Verkauf des Unternehmens ihrem Zweck verhaftet, die Personalvorsorge der Arbeitnehmer des Unternehmens sicherzustellen.<sup>10</sup> Das verkaufte Unternehmen und seine Rechtsbeziehungen bestehen fort, die rechtliche Position der Arbeitnehmer erfährt keine Veränderung, die Arbeitnehmer behalten denselben Arbeitgeber und bleiben daher unverändert bei der PK versichert. Auch wenn die PK aufgrund ihrer rechtlichen Selbständigkeit nicht Teil des Share Deals ist, so „folgt“ sie jedoch aufgrund ihres Zweckes dem verkauften Unternehmen. Diese Konstellation ist in der M&A Praxis unproblematisch.

## 2. Unternehmen mit Anschlussvertrag an Sammelstiftung

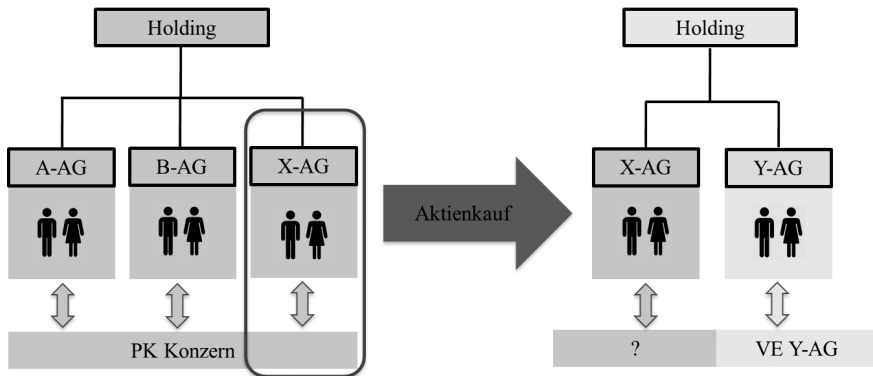


Verfügt das verkaufte Unternehmen nicht über eine eigene Vorsorgeeinrichtung, sondern ist mittels Anschlussvertrag einer Sammelstiftung angeschlossen, so bleiben die Arbeitnehmer grundsätzlich auch weiterhin bei dieser Sammelstiftung versichert. Der Anschlussvertrag zwischen dem Unternehmen und der Sammelstiftung wird vom Verkauf nicht betroffen. Dem Käufer steht es frei, die Personalvorsorge entweder unverändert zu belassen oder aber im Anschluss neu zu organisieren.

<sup>9</sup> Schenker, 597.

<sup>10</sup> Lang, 187.

### 3. Unternehmen mit Anschlussvertrag an Pensionskasse des Konzerns



Komplexer sieht die Sachlage aus, wenn das Unternehmen, welches verkauft wird, bei der Pensionskasse der eigenen Unternehmensgruppe (PK Konzern) versichert ist. Hier folgt die PK nicht automatisch dem verkauften Unternehmen, sondern bleibt ihrem Zweck gemäss der Vorsorge der Unternehmensgruppe verhaftet. In dieser Situation stellt sich die Frage, wie die Vorsorge der verkauften Unternehmung neu geregelt werden soll.

Der Stiftungszweck der PK Konzern ist oftmals so formuliert, dass die Vorsorge zugunsten der Arbeitnehmer der Stifterfirma sowie deren Gruppengesellschaften bezweckt wird. Mit dem Ausscheiden aus der Unternehmensgruppe entfällt somit für die verkaufte Unternehmung in der Regel die Möglichkeit, weiterhin bei der PK Konzern versichert zu bleiben. Das Ausscheiden einer Gruppengesellschaft aus der PK des Konzerns hat in aller Regel eine Teilliquidation zur Folge.

### 4. Due Diligence beim Share Deal

#### a) Dokumente und Prüfpunkte

#### aa) Übersicht

Folgende Dokumente sollten beim Share Deal im Rahmen der Due Diligence geprüft werden:

<b>Dokumente</b>	<b>Prüfpunkte</b>
Stiftungsurkunde/Anschlussverträge	<p>Organisation und Strukturierung der beruflichen Vorsorge in der Unternehmung</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Eigene Vorsorgeeinrichtung (VE) oder Anschluss an Sammelstiftung</li> <li>- BVG-Obligatorium, Kaderversicherung</li> <li>- ggf. Wohlfahrtsfonds</li> <li>- Kündigungsfristen (betrifft Anschlussvertrag)</li> </ul>
<p>Reglemente</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Vorsorgereglement</li> <li>- Organisationsreglement</li> <li>- Anlagereglement</li> <li>- Teilliquidationsreglement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Versicherte Lohnbestandteile (Fixlohn, Bonus, Mitarbeiterbeteiligungen)</li> <li>- Leistungen</li> <li>- Beitragsfinanzierung</li> <li>- Umwandlungssatz</li> <li>- ggf. Teilliquidation bei gruppeneigener VE (Spezialfall)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Jahresrechnung (Bilanz, Betriebsrechnung und Anhang)</li> <li>- Prüfungsbericht der Revisionsstelle</li> <li>- Versicherungstechnischer Bericht des Experten für berufliche Vorsorge</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Finanzielle Situation</li> <li>- Deckungskapital, Deckungsgrad Versichertenstruktur Aktive/Rentner</li> <li>- Arbeitgeberbeitragsreserven</li> <li>- ggf. Strukturierung Vermögensanlage</li> <li>- ggf. Auswirkungen bei Bilanzierung nach intern. Rechnungslegungsvorschriften</li> </ul>
<p>Bei Versicherungs-Lösungen</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Versicherungsvertrag</li> <li>- Betriebsrechnung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Finanzielle Situation</li> <li>- Überschussbeteiligung</li> </ul>

### *bb) Mitarbeiterbeteiligungen*

In der Praxis verfügen insbesondere Start-up Gesellschaften über Mitarbeiterbeteiligungspläne, bei welchen das Vesting (d.h. die Ausübbarkeit von Optionen oder die Zuteilung von Aktien) an einen Exit oder Liquidity-Event an-



knüpft. In der Due Diligence ist daher ein besonderes Augenmerk auf die Definition des Exit bzw. Liquidity-Events zu legen. Qualifiziert der Share Deal als ein solches Ereignis, so ist weiter zu prüfen, ob das sich dadurch für die Mitarbeiter ergebende Einkommen in der beruflichen Vorsorge versichert ist. Eine Ausnahme von der Versicherungspflicht liegt lediglich dann vor, wenn die Vorsorgeeinrichtung in ihrem Reglement gestützt auf Art. 3 Abs. 1 lit. a BVV2 vom massgebenden AHV-Lohn abweicht und nur gelegentlich anfallende Lohnbestandteile – wie Mitarbeiterbeteiligungen – weglässt. Ohne eine solche Ausnahmeregelung ist das durch den Share Deal realisierte Einkommen aus Mitarbeiterbeteiligungsplänen in der beruflichen Vorsorge zu versichern und der Share Deal hat somit eine direkte finanzielle Auswirkung auf die Beitragspflicht des Arbeitgebers bzw. Targets, was bei der Bemessung des Kaufpreises finanziell berücksichtigt werden muss.

cc) *Überschuss*

Verfügt eine Vorsorgeeinrichtung über Überschüsse, so stehen diese dem Unternehmen selbst nicht zur Verfügung. Weder kann ein Unternehmen damit seine Beiträge finanzieren noch eine Auszahlung verlangen. Es ist daher gerade für Käufer aus anderen Jurisdiktionen wichtig zu verstehen, dass die Mittel der Vorsorgeeinrichtung der Unternehmung nie zur Finanzierung des Share Deals zur Verfügung stehen. Einzig Arbeitgeberbeitragsreserven, die ein Unternehmen durch die Vorauszahlung seiner Beiträge gebildet hat, stehen wirtschaftlich dem Unternehmen zu und sind daher als „stille Reserven“ in der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen.<sup>11</sup>

dd) *Deckungslücke*

Eine Vorsorgeeinrichtung, die eine Deckungslücke aufweist, kann für den Käufer zu einer finanziellen Belastung führen. Auch wenn das Unternehmen grundsätzlich keine rechtliche Verpflichtung hat, eine Deckungslücke unmittelbar auszugleichen, so besteht doch meist eine moralische Verpflichtung dazu. Und spätestens im Rahmen der Sanierungsmassnahmen wird das Unternehmen höhere Arbeitgeberbeiträge leisten müssen, um zusammen mit den Arbeitnehmern die Deckungslücke mittelfristig zu füllen. Eine Deckungslücke führt somit in der Praxis fast immer zu einer Reduktion der zukünftigen Gewinne um mindestens die Hälfte der vorhandenen Deckungslücke.<sup>12</sup> Diese potenzielle finanzielle Belastung ist bei der Bemessung des Kaufpreises entsprechend zu berücksichtigen. Laut Böckli ist die Deckungslücke ein klassischer

---

<sup>11</sup> Schenker, 600.

<sup>12</sup> Schenker, 601.

Anwendungsfall für eine selbständige Garantieabrede im Kaufvertrag.<sup>13</sup> Fehlt es an einer solchen Bestimmung, so vermag ggf. das Gewährleistungsrecht eine Lösung bieten.<sup>14</sup>

*b) Redaktion des Kaufvertrages*

Die Ergebnisse der Due Diligence fließen sodann in die Redaktion des Kaufvertrages ein.

<b>Ergebnisse der Due Diligence</b>	<b>Vertragliche Abbildung</b>
Allgemein: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Organisation der beruflichen Vorsorge</li> <li>- Finanzierung</li> </ul>	Zusicherungen <sup>15</sup> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Vorsorgepläne entsprechen den gesetzlichen Vorschriften</li> <li>- Sämtliche Vorsorgepläne wurden offengelegt</li> <li>- Alle fälligen Beiträge sind bis zum Vollzugstermin bezahlt bzw. zurückgestellt</li> </ul>
Deckungsgrad $\geq 100\%$	Selbständige Garantieabrede <ul style="list-style-type: none"> <li>- Keine Deckungslücke</li> </ul>
Unterdeckung <ul style="list-style-type: none"> <li>- Potenzielle finanzielle Belastung</li> </ul>	Relevant bei Kaufpreisberechnung <ul style="list-style-type: none"> <li>- Abzüge beim Kaufpreis</li> <li>- Garantieabrede</li> </ul>
Arbeitgeberbeitragsreserven <ul style="list-style-type: none"> <li>- „stille Reserven“</li> </ul>	Relevant bei Kaufpreisberechnung <ul style="list-style-type: none"> <li>- Erhöhung des Kaufpreises</li> </ul>

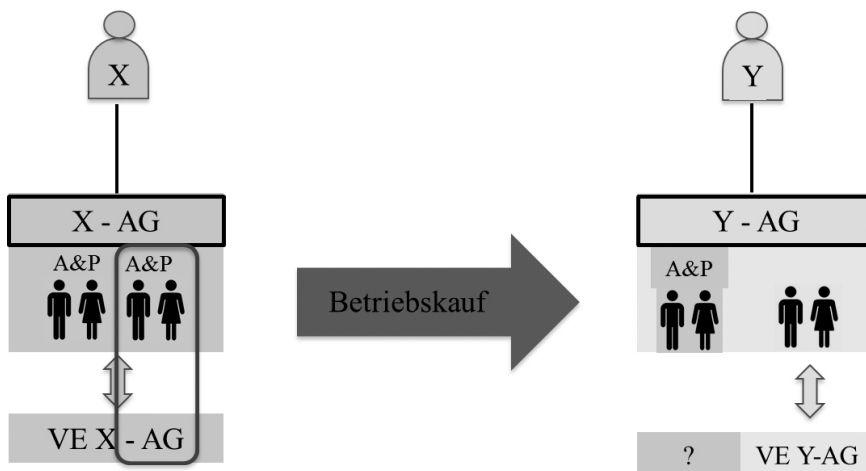
<sup>13</sup> Böckli, 85.

<sup>14</sup> Das Bundesgericht bejahte im Urteil 4A\_42/2009 vom 1. Mai 2009 einen Gewährleistungsanspruch der Käuferin, weil die Pensionskasse entgegen der Zusicherung der Verkäuferin eine nicht offengelegte Unterdeckung aufwies.

<sup>15</sup> Vgl. hierzu auch Schenker, 325.

## V. Asset Deal

### 1. Verkauf eines Betriebes



Wird ein Betrieb mit Aktiven und Passiven verkauft, so geht das dazugehörige Personal bzw. deren Arbeitsverträge gemäss Art. 333 OR automatisch auf den Käufer des Betriebes über. Versichert die Vorsorgeeinrichtung des Verkäufers noch weitere Arbeitnehmer des Verkäufers, so bleibt die Vorsorgeeinrichtung ihrem Zweck gemäss der Vorsorge der Arbeitnehmer des Verkäuferunternehmens verhaftet.<sup>16</sup> Die zum verkauften Betrieb gehörenden Arbeitnehmer scheiden daher aus der Vorsorgeeinrichtung ihres bisherigen Arbeitgebers aus, was in aller Regel eine Teilliquidation auslöst.

Da beendete Arbeitsverhältnisse nicht vom Betriebsübergang nach Art. 333 OR erfasst sind, verbleiben die Rentner des verkauften Betriebs in der Vorsorgeeinrichtung des Verkäufers. Die übertragende Gesellschaft ist daher gut beraten, ihre künftige Vorsorgesituation rechtzeitig zu analysieren. Überträgt sie durch den Asset Deal einen Grossteil ihrer Mitarbeiter, so besteht das Risiko, eine sog. „Rentnerkasse“<sup>17</sup> zu werden.

<sup>16</sup> Schenker, 597f.

<sup>17</sup> Als „Rentnerkasse“ gilt eine Kasse, wenn sie ein Verhältnis von 70% Rentnern oder mehr zu 30% Aktiven oder weniger hat.

## 2. Themenbereiche

Folgende Themenbereiche sollten bei einem Asset Deal analysiert werden:

Themenbereiche	Prüfpunkte
Neue Versicherungs- lösung	Eigene Vorsorgeeinrichtung (VE), Anschluss an VE im Konzern oder Anschluss an Sammeleinrichtung
Vergleich der Vor- sorgelösungen	<ul style="list-style-type: none"><li>- Umfang der versicherten Leistungen</li><li>- Höhe der Arbeitgeberbeiträge</li></ul>
Harmonisierung der Leistungen	Kostenpunkt für Arbeitgeber
Deckungsgrad	<ul style="list-style-type: none"><li>- i.d.R. Angleichung ans „Höhere Niveau“</li><li>- Kostenpunkt für Arbeitgeber</li></ul>
Anstehende/vorzei- tige Pensionierungen	Umwandlungssätze, Finanzierung
Rechnungslegung	Auswirkungen auf Unternehmens- bzw. Konzernrech- nungslegung

## 3. Due Diligence beim Asset Deal

### a) Dokumente und Prüfpunkte

#### aa) Übersicht

Folgende Dokumente sollten beim Share Deal im Rahmen der Due Diligence geprüft werden:

<b>Dokumente</b>	<b>Prüfpunkte</b>
Stiftungsurkunde/Anschlussverträge	<p>Organisation und Strukturierung der beruflichen Vorsorge in der Unternehmung</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Eigene Vorsorgeeinrichtung (VE) oder Anschluss an Sammelstiftung</li> <li>- BVG-Obligatorium, Kaderversicherung</li> <li>- ggf. Wohlfahrtsfonds</li> <li>- Kündigungsfristen</li> </ul>
<p>Reglemente</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Vorsorgereglement</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Versicherte Lohnbestandteile (Fixlohn, Bonus, Mitarbeiterbeteiligungen)</li> <li>- Leistungen und Beitragsfinanzierung</li> <li>- Umwandlungssatz</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Teilliquidationsreglement</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <b>Voraussetzungen Teilliquidation</b></li> <li>- <b>Verteilschlüssel</b></li> <li>- <b>Individueller oder kollektiver Austritt</b></li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Jahresrechnung (Bilanz, Betriebsrechnung und Anhang)</li> <li>- Prüfungsbericht der Revisionsstelle</li> <li>- Versicherungstechnischer Bericht des Experten für berufliche Vorsorge</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Deckungsgrad der VE</li> <li>- Freie Mittel, Rückstellungen und Schwankungsreserven</li> </ul>

### *bb) Teilliquidation*

Im Rahmen der Due Diligence Prüfung wird der Käufer in der Regel Klarheit darüber erlangen, ob der geplante Asset Deal den Tatbestand einer Teilliquidation gemäss Reglement der Vorsorgeeinrichtung des Verkäufers erfüllen wird. Aufgrund des gesetzlich vorgeschriebenen Ablaufs erfordert eine Teilliquidation eine längere Zeitdauer. Was die Abwicklung und Ausgestaltung der Teilliquidation angeht, muss sich ein Käufer bewusst sein, dass diese nicht im Ermessen von Käufer oder Verkäufer liegt, sondern eigenverantwortlich durch

das Organ der Vorsorgeeinrichtung, dem Stiftungsrat bei der Vorsorgestiftung, erfolgt. Vertragliche Regelungen über die Teilliquidation zwischen Käufer und Verkäufer können daher problematisch sein und sollten deshalb als Zielsetzung und nicht als Zusicherung formuliert werden.

Die Entscheide des Stiftungsrats, ob und in welchem Umfang ein Anspruch auf Rückstellungen und Schwankungsreserven besteht, haben einen unmittelbaren Einfluss auf die finanzielle Situation sowohl der abgebenden und der aufnehmenden Vorsorgeeinrichtung als auch auf die Bewertung der Vorsorgepläne nach internationalen Rechnungslegungsnormen.<sup>18</sup>

*b) Redaktion des Kaufvertrages*

Die Ergebnisse der Due Diligence fliessen sodann in die Redaktion des Kaufvertrages ein.

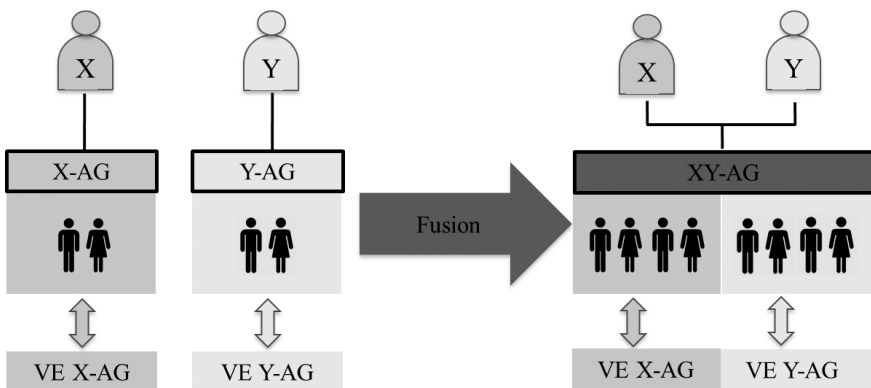
<b>Ergebnisse der Due Diligence</b>	<b>Vertragliche Abbildung</b>
Allgemein: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Organisation der beruflichen Vorsorge</li> <li>- Finanzierung</li> </ul>	Zusicherungen <ul style="list-style-type: none"> <li>- Vorsorgepläne entsprechen den gesetzlichen Vorschriften</li> <li>- Sämtliche Vorsorgepläne wurden offengelegt</li> <li>- Alle fälligen Beiträge sind bis zum Vollzugstermin bezahlt bzw. zurückgestellt</li> </ul>
Unterdeckung der VE <ul style="list-style-type: none"> <li>- Potenzielle finanzielle Belastung</li> </ul>	Relevant bei Kaufpreisberechnung <ul style="list-style-type: none"> <li>- Abzüge beim Kaufpreis</li> </ul>
<b>Teilliquidation</b>	<b>Problematisch – abhängig vom Entscheid des Stiftungsrats</b>
Integrationskosten	ggf. relevant bei Kaufpreisberechnung

---

<sup>18</sup> Wehrli/Walter, 348.

Ergebnisse der Due Diligence	Vertragliche Abbildung
Anschlussvertrag wird übernommen	Singularsukzession: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Anschlussvertrag kann nur durch Dreiparteienvereinbarung übertragen werden</li> <li>- VE muss der Übertragung zustimmen<sup>19</sup></li> </ul>
	(partielle) Universalsukzession nach FusG: <ul style="list-style-type: none"> <li>- Automatische Übernahme des Anschlussvertrages umstritten</li> <li>- Übertragung mit Zustimmung der VE</li> </ul>

## VI. Fusion



Bei einer Fusion nach Fusionsgesetz werden die Aktiven und Passiven und sämtliche Rechtsverhältnisse mittels Universalsukzession übertragen. Gesellschaftsrechtlich ist unbestritten, dass im Rahmen der Universalsukzession bei einer Fusion auch sämtliche Vertragsverhältnisse mitübertragen werden – doch gilt dies auch für Anschlussvertrag an die Vorsorgeeinrichtung? Vieles spricht dafür, die Lehrmeinungen sind jedoch unterschiedlich und es gibt kei-

<sup>19</sup> Vgl. hierzu das Urteil des Bundesverwaltungsgerichts A-2714/2017 vom 23. Mai 2018, wo das Bundesverwaltungsgericht die herrschende Lehre zusammenfasst (E. 3.3.1) und in Übereinstimmung mit dieser ein Übergang eines Anschlussvertrages ohne Zustimmung der Vorsorgeeinrichtung im Fall der Singularsukzession ablehnt.

nen höchstrichterlichen Entscheid hierzu. In einem Entscheid vor Inkrafttreten des Bundesgesetzes über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. Oktober 2003 (FusG, SR 221.301) hat das Bundesgericht in einer Nebenbemerkung erwähnt, es sei fraglich, ob der Anschlussvertrag im Falle einer Fusion übergehe.<sup>20</sup>

In der Praxis sind Ad-hoc Lösungen mit beiden Vorsorgeeinrichtungen anzustreben und in der Regel werden die Vorsorgelösungen im Anschluss an die Fusion zusammengeführt.

## VII. Post M&A

### 1. Vereinheitlichung der Vorsorgelösungen

Post M&A besteht in der Regel das Ziel, die Vorsorgelösungen in der Gruppe zu vereinheitlichen. Getrennte Versichertenbestände und unterschiedliche Vorsorgepläne (ins. unterschiedliche Leistungen, Beitragsfinanzierung) innerhalb eines Konzerns können personalpolitisch heikel sein.

Das bedeutet, dass im Rahmen der Transaktion nicht nur der Ist-Zustand analysiert werden muss, sondern ein Käufer auch die in Frage kommenden Soll-Zustände prüfen sollte. Die angestrebte Vorsorgelösung und deren Finanzierung wird einen direkten Einfluss auf das zukünftige Unternehmensergebnis haben und sollte daher bereits im Rahmen der Transaktion bewertungsrelevant sein.<sup>21</sup>

### 2. Strukturierungsmöglichkeiten

#### a) *Bei Ausscheiden aus der bisherigen Vorsorgeeinrichtung*

Scheiden die Arbeitnehmer aufgrund eines Teilliquidationstatbestandes aus der bisherigen Vorsorgeeinrichtung aus, so bieten sich in der Regel die folgenden drei Möglichkeiten an: (i) die Gründung einer eigenen Personalvorsorgestiftung, (ii) den Anschluss an eine neue Sammelstiftung oder (iii) den Anschluss an eine bereits bestehende Personalvorsorgestiftung im Konzern. Wichtige Faktoren zur Frage, welche Lösung angestrebt werden soll, sind etwa die Anzahl Arbeitnehmer sowie deren Altersstruktur.<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> Urteil des Bundesgerichts 2A.425/2000 vom 20. Juli 2001 E.2.c.

<sup>21</sup> Wehrli/Walter, 346.

<sup>22</sup> Wehrli/Walter, 346.



*b) Bei unveränderter Versicherung in der bisherigen Vorsorgeeinrichtung*

*aa) Fusion der Vorsorgeeinrichtungen*

Verfügen sowohl die übernehmende als auch die übernommene Unternehmung über eine eigene Pensionskasse, so erfolgt in der Regel eine Fusion der beiden Pensionskassen nach Art. 88 ff. FusG.

Eine solche Fusion hat unter Wahrung der Rechte und Ansprüche der Versicherten zu erfolgen. In der Praxis führt dies zu einer Angleichung der Leistungspläne im „höheren Niveau“. Weisen die Vorsorgeeinrichtungen unterschiedliche Deckungsgrad auf, so stellt sich die Frage der Ausfinanzierung der fehlenden Differenz. Als Finanzierungsquelle kommt dafür in der Regel nur der Arbeitgeber in Frage, weshalb die damit verbundenen Kosten bei der Verkaufsverhandlungen mitberücksichtigt werden sollten.<sup>23</sup>

*bb) Wechsel der Vorsorgeeinrichtung*

Ist die übernommene Unternehmung mittels Anschlussvertrag an eine Sammelstiftung angeschlossen, so steht dem Käufer unter Wahrung der Kündigungsfrist die Möglichkeit offen, diesen Anschlussvertrag zu kündigen und einen Wechsel zu vollziehen, entweder zu einer konzerneigenen Vorsorgeeinrichtung oder zu einer anderen Sammeleinrichtung. Hierbei sind ins. das Mitwirkungsrecht der Arbeitnehmer gemäss Art. 11 Abs. 3bis BVG zu beachten, gemäss welchem ein Anschlusswechsel zwingend das Einverständnis des Personals erfordert.<sup>24</sup>

Ein solcher Wechsel der Vorsorgeeinrichtung löst grundsätzlich eine Teilliquidation bei der bisherigen Vorsorgeeinrichtung aus.

### **3. Fokus Rentnerbestand**

Bei jedem Wechsel sollte ins. der Frage, ob Rentenbezüger bei der bisherigen Vorsorgeeinrichtung verbleiben oder zu der neuen Vorsorgeeinrichtung übergehen, frühzeitig genügend Beachtung geschenkt werden.

Ist im bisherigen Anschlussvertrag festgelegt, dass bei einer Kündigung des Anschlussvertrages die Rentenbezüger bei der bisherigen Vorsorgeeinrich-

---

<sup>23</sup> Spuhler, 346.

<sup>24</sup> Vgl. hierzu Urteil des Bundesgerichts 9C\_409/2020 vom 5. Mai 2020 mit Ungültigkeit der Kündigung als Rechtsfolge

tung verbleiben, so stellt dies für den Wechsel eine erhebliche Vereinfachung dar; es ist jedoch ratsam, die damit verbundenen Finanzierungskosten abzuklären.<sup>25</sup>

Ist im Anschlussvertrag keine Regelung vorgesehen, so haben sich die bisherige und die neue Vorsorgeeinrichtung des Arbeitgebers über den Verbleib der Rentenbezüger zu einigen. Kommt keine Vereinbarung zustande, so verbleiben die Rentenbezüger bei der bisherigen Vorsorgeeinrichtung (Art. 53e Abs. 4 BVG).

Verbleiben die Rentenbezüger bei der bisherigen Vorsorgeeinrichtung, so bleibt der Anschlussvertrag mit Bezug auf die Rentenbezüger bestehen (Art. 53e Abs. 6 BVG).

Ist im Anschlussvertrag vorgesehen, dass die Rentenbezüger bei Auflösung des Anschlussvertrages die bisherige Vorsorgeeinrichtung verlassen, so kann der Arbeitgeber den Vertrag erst auflösen, wenn die neue Vorsorgeeinrichtung die Aufnahme der Rentenbezüger zu den gleichen Bedingungen schriftlich bestätigt (Art. 53e Abs. 4bis BVG).

Je nach Regelung im Anschlussvertrag kann sich die Rentenübernahme als Stolperstein entwickeln, so wenn sich beispielsweise die Vorsorgeeinrichtung, der sich der Käufer angeschlossen hat, weigert, die Rentenbeziehungen zu übernehmen oder einen viel höheren Betrag verlangt, als die abgebende Vorsorgeeinrichtung zu zahlen bereit ist.<sup>26</sup>

## VIII. Fazit

In einer M&A Transaktion sollte der Käufer mit Bezug auf die berufliche Vorsorge ins. die folgenden Aspekte thematisieren und prüfen:

- Analyse der gegenwärtigen Vorsorgesituation des Targets
- Besteht ggf. ein Nachfinanzierungsbedarf bei der Vorsorgeeinrichtung?
- Welche Versicherungslösung wird nach der Akquisition angestrebt?
- Auswirkungen auf die Bilanzierung nach internationaler Rechnungslegung

Der Verkäufer hingegen sollte ins. folgende Punkte mit Bezug auf die berufliche Vorsorge klären:

- Bei firmeneigener Vorsorgestiftung: finanzielle und strukturelle Auswirkungen der Teilliquidation
- Auswirkungen auf die Bilanzierung nach internationaler Rechnungslegung

---

<sup>25</sup> Kieser, 228.

<sup>26</sup> Spuhler, 346.

## Literaturverzeichnis

- Böckli Peter, Gewährleistung und Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Zürich 1998, 85 ff.
- Kieser Ueli, Wechsel der Vorsorgeeinrichtung, in: Kieser Ueli/Lendfers Miriam (Hrsg.), JaSo 2018: Jahrbuch zum Sozialversicherungsrecht, Zürich 2018, 219 ff.
- Lang Bruno, M&A und Personalvorsorge, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, 182 ff.
- Schenker Urs, Unternehmenskauf – Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016.
- Spuhler Patrick, Unternehmenskäufe und berufliche Vorsorge: Berufliche Vorsorge als zwin-  
gender Teil der Due Diligence, in: Expert Focus, 5/2016, 344 ff.
- Wehrli Ulrich/Walter Jürg, Die Vorsorgeeinrichtung als Stolperstein im Transaktionsge-  
schäft, GesKR 4/2006, 345 ff.



# Foreign Direct Investment Control – von CFIUS in die Welt

Frank Röhling/Marcel Meinhardt\*

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	166
II.	<a href="#">Investitionskontrolle und Protektionismus – ein globales Phänomen</a>	166
III.	<a href="#">Trends in Europa</a>	169
1.	<a href="#">EU-Screening Verordnung</a>	169
a)	<a href="#">Politischer Hintergrund und Überblick</a>	169
b)	<a href="#">Neuer Kooperationsmechanismus</a>	170
c)	<a href="#">Fazit</a>	172
2.	<a href="#">Überblick: Entwicklungen in ausgewählten EU-Mitgliedstaaten</a>	174
a)	<a href="#">Deutschland</a>	175
b)	<a href="#">Weitere Beispiele: Italien, Frankreich und Spanien</a>	178
c)	<a href="#">Exkurs: Vereinigtes Königreich</a>	179
IV.	<a href="#">Rechtslage in der Schweiz</a>	181
1.	<a href="#">Aktueller Stand</a>	181
2.	<a href="#">Künftige Rechtslage: Der neue FDI-Screening-Mechanismus</a>	181
3.	<a href="#">Anwendungsbereich der neuen Investitionskontrolle</a>	182
a)	<a href="#">Geltungsbereich</a>	182
b)	<a href="#">Genehmigungspflichtige Übernahme</a>	184
4.	<a href="#">Genehmigungskriterien</a>	185
5.	<a href="#">Genehmigungsverfahren</a>	186
6.	<a href="#">Rechtsschutz</a>	188
7.	<a href="#">Auswirkungen auf die M&amp;A-Praxis</a>	188
V.	<a href="#">Ausblick</a>	190
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	190

---

\* Dieser Aufsatz basiert auf einem am 2. September 2020 im Rahmen der 23. Züricher Konferenz – Merger & Acquisitions von Dr. Frank Röhling gehaltenen Vortrag. Der Verfasser dankt Dr. Jonas von Kalben für seine wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung des Vortrages und Erstellung seines Beitrags zu dieser Veröffentlichung.

## I. Einleitung

Die Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen hat in den vergangenen Jahren weltweit stark an Bedeutung gewonnen. Fortlaufend werden nationale Investitionskontrollvorschriften neu verfasst und ausgeweitet. Auch die Schweiz arbeitet derzeit an der Einführung eines allgemein anwendbaren Screening-Mechanismus für ausländische Direktinvestitionen. Neben dem wirtschaftlichen Aufstieg Chinas und seinem einhergehenden Anspruch auf die Technologieführerschaft in zentralen Wirtschaftssektoren, hat die COVID-19 Pandemie mit ihren wirtschaftlichen Auswirkungen die nationalen Reformbestrebungen um eine verschärfte Investitionskontrolle zusätzlich verstärkt.

Dieser Beitrag gibt zunächst einen Überblick über die globalen Entwicklungen im Bereich der Investitionskontrolle (II.). Anschliessend werden die europäischen Harmonisierungsbemühungen in Form der neuen EU-Screening Verordnung und deren Mechanismen dargestellt (III.1.). Zudem werden die Entwicklungen in ausgewählten europäischen Ländern aufgezeigt, wobei der Fokus auf der Novellierung des Aussenwirtschaftsrechts in Deutschland liegt. Aktuelle Reformen in Italien, Frankreich, Spanien und dem Vereinigten Königreich werden im Überblick dargestellt (III.2.). Ausserdem erfolgt eine deziidierte Auseinandersetzung mit dem geplanten Screening-Mechanismus in der Schweiz und dessen praktischen Auswirkungen (IV.). Der Beitrag schliesst mit einem kurzen Ausblick (V.).

## II. Investitionskontrolle und Protektionismus – ein globales Phänomen

„Foreign Direct Investment Control“ hat sich in den letzten Jahren von einem ganz überwiegend Investitionen in die USA betreffenden Thema zu einem globalen Trend bei grenzüberschreitenden Transaktionen entwickelt und ist in der Praxis zunehmend von zentraler Bedeutung. Die Zunahme protektionistischer Tendenzen in jüngerer Zeit ist ein globales Phänomen.<sup>1</sup>

Entsprechend wurden ausländische Direktinvestitionen in den letzten Jahren in immer mehr Ländern immer strengeren Prüfverfahren unterworfen. Die Gründe hierfür sind vielfältig. Zu nennen sind beispielsweise

---

<sup>1</sup> World Investment Report, United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) 2019 – Special Economic Zones, Investment Policy Developments, S. xi, verfügbar unter [https://unctad.org/system/files/official-document/wir2019\\_en.pdf](https://unctad.org/system/files/official-document/wir2019_en.pdf).

- der rasante Anstieg von Investitionen aus China weltweit,<sup>2</sup>
- der globale Wettkampf um die technologische Vorherrschaft bzw. Souveränität in immer mehr Bereichen,
- ins Stocken geratene Verhandlungen internationaler Handelsabkommen und neu entstandene Handelskonflikte, und
- die allgemeine Krise des Multilateralismus und, damit verbunden, sich wandelnde nationale Sicherheitsbedenken.

Dieser Trend wurde durch die COVID-19 Pandemie und geopolitische Konflikte (Ukraine Krieg, die Russland Sanktionen und den Taiwan Konflikt) noch weiter verstärkt.

Wie im Titel dieses Beitrags bereits angelegt, gilt das US-amerikanische „Committee on Foreign Investment in the United States“, kurz CFIUS, gemeinhin als Vorbild für Investitionskontrollprüfungen weltweit. Dies mag insofern überraschen, als die USA – als selbstbewusste und grösste Volkswirtschaft der Welt – wie kein anderes Land das Prinzip der freien Marktwirtschaft verkörpern. Diese Wahrnehmung liesse auch im Hinblick auf ausländische Direktinvestitionen einen liberalen Ansatz erwarten. Tatsächlich werden ausländische Investitionen in bestimmten Sektoren in den USA jedoch bereits seit geraumer Zeit intensiv daraufhin überprüft, ob sie eine Gefahr für die nationale Sicherheit darstellen.

Bereits in den 1980er Jahren erhielt CFIUS die Kompetenz, ausländische Direktinvestitionen in die USA mit Blick auf nationale Sicherheitsinteressen zu untersagen. Hintergrund für die Gründung von CFIUS waren Bedenken bezüglich rasant steigender Investitionen der OPEC-Staaten und die Sorge, dass viele dieser Investitionen mehr von politischen als von ökonomischen Motiven geleitet waren. Im Laufe der Jahre wurden die Kompetenzen von CFIUS im Lichte sich verändernder sicherheitspolitischer Verhältnisse wiederholt reformiert.<sup>3</sup> Gerade in den letzten Jahren ist in den USA ein Trend zu einer erheblichen Verschärfung der Investitionskontrolle zu beobachten. So wurde vor allem durch den „Foreign Investment Risk Review Modernization Act“ (FIRRMA) eine der umfassendsten Reformen in der Geschichte von CFIUS eingeleitet.<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> Schladebach/Becker, NVwZ 2019, 1076 f. sprechen von einer „Investitionsoffensive“.

<sup>3</sup> Für einen Überblick siehe etwa Congressional Research Service, The Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS), Updated February 14, 2020, verfügbar unter <https://fas.org/sgp/crs/natsec/RL33388.pdf>, S. 4 ff.

<sup>4</sup> Siehe für einen vom U.S. Department of the Treasury veröffentlichten Überblick zu den wesentlichen Änderungen durch FIRRMA, verfügbar unter <https://home.treasury.gov/system/files/206/Summary-of-FIRRMA.pdf>.

Weitet man den Blick von den USA auf den Rest der Welt, so zeigt sich eine entsprechende – zeitlich verzögerte – Entwicklung in zahlreichen Ländern. Inzwischen verfügen weit über 100 Jurisdiktionen über Investitionskontrollregime, wobei die Zahl weiter steigt. Gleichzeitig ist in vielen Ländern eine Verschärfung der bestehenden Regime zu beobachten, bedingt auch – aber nicht nur – durch die aktuelle COVID-19 Pandemie.<sup>5</sup> Daneben führt insbesondere die zunehmend kritische Sicht der westlichen Welt auf China zu einer verschärften Rechtsanwendung und -durchsetzung. So hat zum Beispiel die deutsche Bundesregierung in jüngster Zeit eine Reihe chinesischer Erwerbe in Deutschland untersagt, wie zum Beispiel zuletzt den geplanten Erwerb der HEYER Medical AG durch Oricare. Auch die erwartete Untersagung der geplanten Beteiligung der chinesischen Reederei COSCO am Hamburger Hafen Terminal Tollerort zeigt diese Entwicklung.

Es gibt aber auch gegenläufige Entwicklungen, die bei einer globalen Betrachtung jedoch Ausnahmecharakter behalten. Ein Beispiel ist die Öffnung Chinas für ausländische Investitionen in immer mehr Branchen und Sektoren. So wurde die Liste der liberalisierten Sektoren in den vergangenen Jahren immer weiter ausgedehnt.<sup>6</sup> Dies dürfte auch eine Reaktion auf den zunehmenden Druck der USA, aber auch der Europäischen Union (EU), sein. Gerade letztere fordert von China im Hinblick auf ausländische Direktinvestitionen mehr Reziprozität, also die Forderung, dass China die eigenen Märkte in dem Umfang für Direktinvestitionen aus der EU öffnet, wie die EU diese für chinesische Unternehmen geöffnet hat. Dies spiegelt sich auch in dem Ende Dezember 2020 ausgehandelten, aber im September 2022 immer noch nicht unterschriebenen umfassenden Investitionsabkommen („*Comprehensive Agreement on Investment*“) zwischen China und der EU wider, in dem sich China dazu verpflichtet, EU-Investoren einen umfassenderen Marktzugang zu gewährleisten.<sup>7</sup> Auch in Indien wurden die Regelungen für ausländische Direktinvestitionen in den vergangenen Jahren immer weiter liberalisiert. Zur Abfederung der Auswirkungen der COVID-19 Pandemie hat allerdings auch Indien erneut verschärfte

---

<sup>5</sup> Für einen Überblick über aktuelle Entwicklungen weltweit siehe Freshfields Bruckhaus Deringer, Tougher controls for foreign investment: the new normal?; siehe auch Caon, How Covid-19 is affecting FDI regulations.

<sup>6</sup> Freshfields, Tougher controls for foreign investment: the new normal?, Slide 3.

<sup>7</sup> Das Abkommen enthält unter anderem Vorgaben für staatseigene Unternehmen, die Transparenz von Subventionen und Regeln zur Verhinderung von erzwungenem Technologietransfer, siehe auch [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip\\_20\\_2541](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/ip_20_2541).



Regelungen zur Investitionskontrolle eingeführt. Hintergrund ist dabei insbesondere die Sorge vor einem Ausverkauf von strategischen Unternehmen an Investoren aus China.<sup>8</sup>

### III. Trends in Europa

Der globale Trend zu immer umfassenderen und strengeren Regelungen für ausländische Direktinvestitionen ist auch in der EU zu beobachten. Dies zeigt sich sowohl in gesetzgeberischen Aktivitäten in zahlreichen Mitgliedstaaten als auch in den Harmonisierungsbemühungen auf Ebene der EU.

Inzwischen verfügt die überwiegende Zahl der Mitgliedstaaten über Investitionskontrollregime, und es ist zu erwarten, dass in den nächsten ein bis zwei Jahren fast alle Mitgliedstaaten entsprechende Regelungen eingeführt haben werden.

#### I. EU-Screening Verordnung

Auf Unionsebene ist bereits im letzten Jahr ein neuer EU-Rahmen für die Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen in Kraft getreten, dessen Vorgaben seit dem 11. Oktober 2020 in allen Mitgliedstaaten gelten (sog. EU-Screening Verordnung).<sup>9</sup>

##### *a) Politischer Hintergrund und Überblick*

Insbesondere Mitgliedstaaten mit bereits ausgeprägten nationalen Prüfmechanismen (wie etwa Deutschland, aber auch Italien und Frankreich) hatten Bedenken geäußert, dass andere Mitgliedstaaten noch über keine entsprechenden Prüfmöglichkeiten verfügten. In der Überzeugung, dass strategisch wichtige Unternehmen innerhalb des stark vernetzten und integrierten europäischen Binnenmarktes nur in unionsweiter Zusammenarbeit effektiv geschützt werden können, hatten diese Länder auf eine unionsweite Regelung und Harmonisierung gedrängt.

Die neue EU-Screening Verordnung zielt auf eine unionsweite Koordinierung und Zusammenarbeit bei der Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen ab, erkennt aber gleichzeitig die alleinige Verantwortung der Mitgliedstaaten

---

<sup>8</sup> Freshfields, Tougher controls for foreign investment: the new normal?, Slide 6.

<sup>9</sup> Verordnung (EU) 2019/452 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. März 2019 zur Schaffung eines Rahmens für die Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen in der Union, ABl 2019 vom 21. März 2019 L1 79/1, Art. 17 (EU-Screening Verordnung).

für den Schutz ihrer nationalen Sicherheit (Art. 4 Abs. 2 EUV) und die Wahrung ihrer wesentlichen Sicherheitsinteressen (Art. 346 AEUV) an.<sup>10</sup> Es ist weiterhin den Mitgliedstaaten überlassen, ob ein Überprüfungsmechanismus eingerichtet oder eine bestimmte ausländische Direktinvestition überprüft wird.

Anders als in der Europäischen Fusionskontrolle gilt im Bereich der Investitionskontrolle mithin auch zukünftig kein „One Stop Shop“-Prinzip in der EU, und die EU-Kommission hat auch nicht die Kompetenz, selbst Direktinvestitionen aus Drittstaaten im Hinblick auf die Gefährdung der öffentlichen Sicherheit oder Ordnung zu überprüfen.<sup>11</sup> Die Verordnung stellt vielmehr einen Rechtsrahmen für entsprechende Kontrollregime in den Mitgliedstaaten dar.

Sofern in den Mitgliedstaaten entsprechende Überprüfungsmechanismen bestehen oder eingeführt werden, schreibt die neue EU-Screening Verordnung eine Reihe von Mindestanforderungen vor, etwa betreffend das Verfahren, Fristen oder den Umgang mit vertraulichen Informationen (vgl. Art. 3). Es werden auch Bereiche vorgegeben, die bei der Prüfung der Auswirkungen ausländischer Direktinvestitionen im Fokus stehen sollten (siehe Art. 4 Abs. 1). Dazu gehören beispielsweise

- kritische Infrastrukturen, etwa im Bereich Energie, Gesundheit oder Kommunikation;
- kritische Technologien, wie beispielsweise künstliche Intelligenz oder Robotik;
- die Versorgung mit kritischen Ressourcen;
- Verteidigung und Cybersicherheit oder
- die Freiheit und Pluralität der Medien.

Weitere Kriterien beziehen sich auf Eigenschaften des ausländischen Investors (siehe Art. 4 Abs. 2), etwa ob dieser von staatlichen Stellen oder den Streitkräften eines Drittstaats kontrolliert wird oder an illegalen oder kriminellen Aktivitäten beteiligt ist.

#### *b) Neuer Kooperationsmechanismus*

Kernstück der Verordnung ist jedoch ein neuer Kooperationsmechanismus (Art. 6 ff.), der es den Mitgliedstaaten und der Kommission ermöglicht, Informationen auszutauschen und in Form von Kommentaren oder Stellungnahmen Einfluss auf Prüfverfahren in anderen Mitgliedstaaten zu nehmen.

---

<sup>10</sup> Art. 1 Abs. 2 Verordnung (EU) Nr. 2019/452, siehe auch Erwägungsgrund 7.

<sup>11</sup> Vgl. Verordnung (EU) Nr. 2019/452 Erwägungsgrund 17.

Wenn ausländische Direktinvestitionen in einem Mitgliedstaat einer Überprüfung unterzogen werden, so teilt der jeweilige Mitgliedstaat dies der Kommission und den übrigen Mitgliedstaaten unverzüglich mit und stellt relevante Informationen (z.B. zur Eigentümerstruktur und zu den Produkten und Dienstleistungen des ausländischen Investors sowie des Zielunternehmens, vgl. Art. 9 Abs. 2) zur Verfügung. Andere Mitgliedstaaten können sodann Kommentare abgeben, wenn sie der Auffassung sind, dass die ausländische Direktinvestition ihre Sicherheit oder öffentliche Ordnung voraussichtlich beeinträchtigt oder sie über Informationen verfügen, die für die Überprüfung von Bedeutung sind (Art. 6 Abs. 2). Entsprechend kann die EU-Kommission eine Stellungnahme an den Mitgliedstaat richten, insbesondere wenn sie der Auffassung ist, dass die ausländische Direktinvestition voraussichtlich die Sicherheit oder die öffentliche Ordnung in mehr als einem Mitgliedstaat beeinträchtigt (Art. 6 Abs. 3). Zwar verbleibt die endgültige Entscheidung über die Zulässigkeit der ausländischen Direktinvestition bei dem Mitgliedstaat, der die Überprüfung durchführt, aber er hat entsprechende Kommentare und Stellungnahmen „in angemessener Weise“ zu berücksichtigen (Art. 6 Abs. 9).<sup>12</sup>

Insofern gilt in der Praxis nunmehr eine allgemeine Stillhalteverpflichtung, und nur in besonderen Ausnahmefällen darf der Mitgliedstaat, der die Überprüfung durchführt, eine Entscheidung erlassen, bevor die anderen Mitgliedstaaten und die EU-Kommission Gelegenheit zur Abgabe von Kommentaren bzw. Stellungnahmen hatten (vgl. Art. 6 Abs. 8). Dies lässt zukünftig insbesondere in solchen Mitgliedstaaten Verzögerungen erwarten, deren nationalen Kontrollverfahren derartige Vollzugsverbote bislang nicht vorsehen.<sup>13</sup> Erste Erfahrungen in der Praxis zeigen jedoch, dass der Kooperationsmechanismus auch in solchen Ländern zu erheblichen Verfahrensverzögerungen führen kann, in denen bereits zuvor Vollzugsverbote existierten. Insbesondere wenn die EU-Kommission oder andere Mitgliedstaaten zusätzliche Informationen verlangen (vgl. Art. 6 Abs. 7), fehlt es an klaren Regelungen zu den Fristen, in denen der Mitgliedstaat, der die Überprüfung durchführt, entsprechende Informationen beibringen muss.<sup>14</sup> Ausserdem fehlt es in der Praxis an Transparenz. Die betroffenen Unternehmen haben in der Regel kaum Informationen

---

<sup>12</sup> Eine Sonderregelung gilt nach Art. 8 für ausländische Direktinvestitionen, die voraussichtlich Projekte oder Programme von Unionsinteresse beeinträchtigen. Hier ist entsprechenden Stellungnahmen der Kommission „umfassend Rechnung“ zu tragen.

<sup>13</sup> Eine Verlängerung der Verfahrensdauer erwartet etwa auch Lippert, BB 2019, 1538, 1541.

<sup>14</sup> So z.B. geschehen in Italien, wo aufgrund des EU-Kooperationsmechanismus die nationalen Fristenregelungen ausgehebelt werden und es dadurch bereits – anstatt der maximal 70 vorgesehenen Kalendertage – zu über 100 Kalendertage andauernden Prüfungen gekommen ist.

zu dem Informationsaustausch und den Gründen für die dadurch ausgelöste Verzögerung des Verfahrens. Die Transaktionssicherheit wird dadurch erheblich beeinträchtigt. Auch in Fällen, in denen ausländische Direktinvestitionen von dem Mitgliedstaat, in dem sie erfolgen, keiner Prüfung unterzogen werden (z.B. weil der Mitgliedstaat über keinen Überprüfungsmechanismus verfügt, weil die relevanten Aufgreifschwelle nicht überschritten wurden oder weil die Investition nicht angemeldet wurde), können andere Mitgliedstaaten Kommentare oder die EU-Kommission Stellungnahmen im Rahmen des Kooperationsmechanismus abgeben (siehe Art. 7). Sofern die Investition noch nicht vollzogen wurde, kann der betroffene Mitgliedstaat ein entsprechendes Prüfverfahren eröffnen (sofern ein nationaler Prüfmechanismus existiert) oder auf andere verfügbare Instrumente zurückgreifen, um den Kommentaren oder Stellungnahmen Rechnung zu tragen.

Auch in Fällen, in denen die ausländische Direktinvestition bereits abgeschlossen wurde, ohne ein Prüfverfahren zu durchlaufen, können bis zu 15 Monate nach dem Vollzug andere Mitgliedstaaten Kommentare und die Kommission Stellungnahmen abgeben (Art. 7 Abs. 8). Der Mitgliedstaat, in dem die Investition erfolgt ist, muss diese – im Rahmen der nach nationalem Recht jeweils zur Verfügung stehenden Instrumente – in angemessener Weise berücksichtigen.

Die neue EU-Screening Verordnung sieht keine besonderen Schwellen für Kommentare oder Stellungnahmen zu ausländischen Direktinvestitionen vor, die kein Prüfverfahren durchlaufen sind. Dies bedeutet in der Praxis, dass auch ausländische Direktinvestitionen Gegenstand des neuen EU-Kooperationsmechanismus sein können, die in dem Mitgliedstaat, in dem sie erfolgen, nicht meldepflichtig sind, da sie die relevanten nationalen Schwellen nicht erreichen. Einzige Voraussetzung ist, dass der Grundsatz der Verhältnismässigkeit gewahrt ist und dass die Mitgliedstaaten und die EU-Kommission ihre entsprechenden Auskunftsverlangen und Kommentare bzw. Stellungnahmen hinreichend begründen (vgl. Art. 7 Abs. 5).

#### c) *Fazit*

Die neue EU-Screening Verordnung hat bereits erheblich zur Harmonisierung der Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen in der EU beigetragen – ein Trend, von dem zu erwarten und hoffen ist, dass er sich auch in der Zukunft fortsetzt. Eine Vereinheitlichung der Verfahren und materiellen Prüfkriterien trägt nicht nur dazu bei, bürokratischen Aufwand zu reduzieren,

sondern erhöht insbesondere die Transparenz und Vorhersehbarkeit des regulatorischen Prozesses – eine wesentliche Voraussetzung für die Transaktionsicherheit in der Praxis.

Allerdings verbleibt trotz der neuen Mindeststandards weiterhin ein erheblicher Spielraum für eine weitere Harmonisierung der Investitionskontrolle in der EU. Einige Beispiele:

- Die neue EU-Screening Verordnung enthält keine Vorgaben zu den relevanten Aufgreifschwellen der mitgliedstaatlichen Investitionskontrollen, und es bestehen in der Praxis insofern erhebliche Unterschiede. Je nach Mitgliedstaat, betroffenem Sektor, und Herkunft des Investors wird teilweise auf den (aus der Fusionskontrolle bekannten) Massstab des Kontrollerwerbs abgestellt; in anderen Fällen sind Stimmrechtsschwellen vorgesehen, wobei oftmals auch Minderheitsbeteiligungen erfasst werden (in Deutschland in bestimmten Sektoren z.B. bereits ab 10% (vgl. §§ 56 Abs. 1 Nr. 1, 60a Abs. 1 AWV<sup>15</sup>).
- Auch die Frage, welche Investoren von den Prüfmechanismen erfasst werden, ist nicht einheitlich geregelt. In einigen Jurisdiktionen gelten die Kontrollregime (zumindest in bestimmten Sektoren) für alle ausländischen Investoren (d.h. auch aus anderen Mitgliedstaaten); oftmals sind die Investitionskontrollen aber auf nicht-EU Investoren bzw. auf nicht-EFTA Investoren beschränkt.
- Die neue EU-Screening Verordnung sieht (von den Regelungen betreffend den Kooperationsmechanismus abgesehen) keine konkreten Fristen für die nationalen Investitionskontrollen vor, sodass die Verfahrensdauer von Mitgliedstaat zu Mitgliedstaat stark variieren kann.
- Erste Praxiserfahrungen mit dem Kooperationsmechanismus zeigen, dass dieser zu erheblichen Verfahrensverzögerungen und einer Beeinträchtigung der Transaktionssicherheit führen kann. Es mangelt an Transparenz für die beteiligten Unternehmen, für die der Abstimmungsprozess mit der EU-Kommission und anderen Mitgliedsstaaten eine „Black Box“ bleibt. Der Inhalt von entsprechenden Auskunftsverlangen und der Hintergrund der dadurch ausgelösten Verfahrensverzögerungen wird gegenüber den beteiligten Unternehmen nicht offengelegt. Die dadurch entstehenden Unsicherheiten sind im Hinblick auf die Grundsätze eines nicht nur zügigen und effizienten, sondern auch fairen Verfahrens bedenklich.

---

<sup>15</sup> Aussenwirtschaftsverordnung (AWV) des Bundesministeriums der Justiz und für Verbraucherschutz vom 2. August 2013 (BGBl. I S. 2865), zuletzt geändert durch Art. 1 der Sechzehnten Verordnung zur Änderung der Aussenwirtschaftsverordnung vom 26. Oktober 2020 (BAnz AT 28. Oktober 2020 V1).

- Schliesslich existieren keinerlei Vorgaben zu den möglichen Abhilfemassnahmen, um Sicherheitsbedenken der Mitgliedstaaten zu adressieren. In der Praxis sind die – typischerweise verhaltensorientierten – Zusagen vielfältig und reichen von Lieferverpflichtungen, über Standortgarantien, bis zu Geheimhaltungsverpflichtungen. Einheitliche Regelungen zu Umfang und Grenzen gibt es nicht.

## 2. Überblick: Entwicklungen in ausgewählten EU-Mitgliedstaaten

Bereits bevor die neue EU-Screening Verordnung Geltung erlangte, wurde in zahlreichen Mitgliedstaaten über die Einführung strengerer Regelungen zur Prüfung ausländischer Direktinvestitionen diskutiert. Dieser politische Diskurs in den Mitgliedstaaten, aber auch auf Ebene der EU, hat sich im Lichte der COVID-19 Pandemie noch einmal deutlich verschärft.

Prominentes Beispiel aus Deutschland waren die Gerüchte um den Versuch der US-amerikanischen Regierung, sich Exklusivlizenzen für zukünftige Impfstoffe des deutschen Biotech-Unternehmens CureVac zu sichern. Auch wenn dieser Vorgang von Unternehmensseite umgehend dementiert wurde, haben die entsprechenden Berichte nicht nur in den Medien grosse Wellen geschlagen.<sup>16</sup> Die Sorge um einen Ausverkauf von Unternehmen, die zur Bekämpfung der Pandemie und der Gesundheitsversorgung der Bevölkerung relevant sind, haben die politische Debatte in Europa nachhaltig geprägt.

Entsprechende Bedenken hat die Kommission Ende März 2020 in einem „Ruf zu den Waffen“ in Form von Leitlinien für die Mitgliedstaaten zusammengefasst, um bereits im Vorfeld der Geltung der neuen EU-Screening Verordnung effektiv strategische Vermögenswerte in Europa zu schützen.<sup>17</sup> Darin hat sie die Mitgliedstaaten nachdrücklich dazu aufgefordert, alle verfügbaren Instrumente zu nutzen, um einen Ausverkauf kritischer Unternehmen und Technologien aus der EU zu verhindern. Dies betraf nicht nur Unternehmen, die zur Bekämpfung der COVID-19 Pandemie und zur Gesundheitsversorgung der Bevölkerung in der EU von besonderer Bedeutung sind. Vielmehr sollte weit über den Gesundheitssektor hinaus verhindert werden, dass es aufgrund der

---

<sup>16</sup> Siehe z.B. den Artikel von Dams „Donald Trump greift nach deutscher Impfstoff-Firma“, veröffentlicht am 15.03.2020 in die Welt

<sup>17</sup> Mitteilung der Kommission über die Leitlinien für die Mitgliedstaaten betreffend ausländische Direktinvestitionen, freien Kapitalverkehr aus Drittländern und Schutz der strategischen Vermögenswerte Europas im Vorfeld der Anwendung der Verordnung (EU) 2019/452 über die Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen, ABl. 2020/C 99 I/01.

ökonomischen Folgen der Pandemie und der Volatilität oder Unterbewertung der europäischen Aktienmärkte zu einem Ausverkauf strategischer Kapazitäten der EU kommt.<sup>18</sup>

Der Aufruf der EU-Kommission ist in vielen Mitgliedstaaten auf offene Ohren gestossen. Viele Regierungen waren aufgrund der beschriebenen globalen Entwicklungen und geopolitischen Konflikte ohnehin für die potenziellen Risiken sensibilisiert, die mit ausländischen Direktinvestitionen verbunden sein können – seien es Sicherheitsrisiken, industriepolitische oder allgemeine wirtschaftliche Erwägungen. Entsprechend schnell sind zahlreiche Mitgliedstaaten dem Aufruf der EU-Kommission gefolgt und haben in unmittelbarer Reaktion auf die COVID-19 Pandemie bestehende Regelungen verschärft oder neue Prüfmechanismen geschaffen.

Exemplarisch dafür werden im Folgenden die Entwicklungen in ausgewählten EU-Mitgliedstaaten dargestellt. Dabei liegt der Fokus auf den Änderungen der Investitionskontrolle in Deutschland. Zudem erfolgt ein Überblick über Novellierungen der Investitionskontrollregime in Italien, Frankreich und Spanien. Gleichsam als Exkurs werden vor dem Hintergrund des Austritts aus der EU sowie der geplanten Einführung eines eigenständigen Investitionskontrollregimes schliesslich aktuelle Entwicklungen im Vereinigten Königreich diskutiert.

#### *a) Deutschland*

In Deutschland wurden (weitere) Verschärfungen der Investitionskontrolle bereits seit einiger Zeit diskutiert (nachdem bereits im Dezember 2018 die Aufgreifschwellen für diverse Sektoren herabgesetzt wurden) und jüngst – im Lichte der COVID-19 Pandemie und der neuen EU-Screening Verordnung – implementiert.

Im Juni 2020 wurde mit der als besonders eilbedürftig erachteten sogenannten Corona-Novelle der Anwendungsbereich der bestehenden Investitionskontrolle ausgedehnt, insbesondere auf Unternehmen im Gesundheitssektor.<sup>19</sup> Die Liste der besonders sicherheitsrelevanten Bereiche wurde um Unternehmen erweitert, die in der Entwicklung oder Herstellung von (i.) persönlicher

---

<sup>18</sup> ABL 2020/C 99 I/01, S. 2. Siehe dazu auch Röhling et al., COVID-19: shut down also for foreign direct investments into Europe?, verfügbar unter <https://transactions.freshfields.com/post/102g33i/covid-19-shut-down-also-for-foreign-direct-investments-into-europe-commission-i>.

<sup>19</sup> Runderlass Aussenwirtschaft Nr. 3/2020, Fünfzehnte Verordnung zur Änderung der Aussenwirtschaftsverordnung vom 25. Mai 2020.

Schutzausrüstung, wie Schutzhandschuhen oder Masken; (ii.) bestimmten Medizinprodukten, wie beispielsweise Beatmungsgeräten; (iii.) wesentlichen Arzneimitteln und (iv.) bestimmten diagnostischen Tests zum Nachweis eines Infektionserregers tätig sind (siehe § 55a Abs. 1 S. 2 Nr. 8-11 AWV).<sup>20</sup> Hervorzuheben ist, dass diese Verschärfungen der Investitionskontrolle zeitlich nicht begrenzt sind und somit auch dann weitergelten, wenn die COVID-19 Pandemie überwunden ist.

Nur einen Monat später sind zusätzliche umfassende Änderungen der deutschen Investitionskontrolle in Kraft getreten,<sup>21</sup> wobei das deutsche Recht weiter an die neue EU-Screening Verordnung angepasst wurde. In diesem Zuge wurde der materielle Prüfungsmassstab verschärft und stellt nunmehr – angelehnt an den Wortlaut der neuen EU-Screening Verordnung (Art. 4 Abs. 1) – darauf ab, ob der geprüfte Erwerb zu einer „voraussichtlichen Beeinträchtigung“ der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit führt. Im Vergleich zum bisherigen Massstab der „tatsächlichen Gefährdung“ wird der vorausschauende Charakter der Investitionsprüfung stärker betont.<sup>22</sup> Eine weitere wesentliche Änderung stellt die Ausweitung des – zuvor nur im Rahmen der sektorspezifischen Kontrolle, d.h. im Verteidigungs-/IT-Sicherheitsbereich geltenden – Vollzugsverbots auf alle meldepflichtigen Erwerbsvorgänge dar. Die schwebende Unwirksamkeit entsprechender Vollzugsgeschäfte (§ 15 Abs. 3 AWG<sup>23</sup>) wird flankiert durch spezifische, straf- und bussgeldbewehrte Handlungsverbote, um einem faktischen Vollzug vorzubeugen (§ 15 Abs. 4 Nr. 1-4 AWG). Besonders relevant ist das Verbot, vor Freigabe sicherheitsrelevante Informationen an den Erwerber weiterzugeben (§ 15 Abs. 4 Nr. 3 AWG). Bei der Bestimmung, ob im Einzelfall eine Information sicherheitsrelevant ist, stellen sich in der Praxis komplexe und für den Due Diligence Prozess bedeutsame Abgrenzungsfragen. Im Lichte der erheblichen Sanktionsandrohung – von

---

<sup>20</sup> Weitere über den Gesundheitssektor hinausgehende Änderungen der Novelle betrafen z.B. (i.) den Schutz staatlicher Kommunikationsinfrastrukturen (§ 55a Abs. 1 S. 2 Nr. 7 AWV); (ii.) die klarstellende Nennung investorenbezogener Prüffaktoren nach dem Vorbild der neuen EU-Screening Verordnung (§§ 55a Abs. 3, 60 Abs. 1b AWV); und (iii.) die Klarstellung, dass auch sog. Asset Deals von der Prüfung erfasst sind (§§ 55 Absatz 1a, 60 Abs. 1a AWV).

<sup>21</sup> Siehe Erstes Gesetz zur Änderung des Aussenwirtschaftsgesetzes und anderer Gesetze vom 10. Juli 2020, BGBl. I 2020 S. 1637, welches im Rahmen einer weiteren AWV-Novelle (Sechzehnte Verordnung zur Änderung der Aussenwirtschaftsverordnung) auf Verordnungsebene, mit Wirksamkeit zum 29. Oktober 2020, nachvollzogen wurde.

<sup>22</sup> Gesetzentwurf der Fraktionen der CDU/CSU und SPD, Entwurf eines Ersten Gesetzes zur Änderung des Aussenwirtschaftsgesetzes und anderer Gesetze, BT-Drs. 19/18700, S. 18.

<sup>23</sup> Aussenwirtschaftsgesetz vom 6. Juni 2013 (BGBl. I 2013 S. 1482), zuletzt geändert durch das Erste Gesetz zur Änderung des Aussenwirtschaftsgesetzes und anderer Gesetze vom 10. Juli 2020 (BGBl. I 2020 S. 1637).



Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe (§ 18 Abs. 1b AWG) – sollten die Erwerbsparteien (und ihre Berater) hier besondere Vorsicht walten lassen.<sup>24</sup>

Ende Januar 2021 veröffentlichte das Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz (BMWK) einen Referentenentwurf zur 17. AWV-Novelle, welcher wiederum erhebliche Neuerungen vorsah.<sup>25</sup> Ein überarbeiteter Entwurf wurde der Bundesregierung zur Zustimmung am 27. April 2021 vorgelegt und ist am 1. Mai 2021 in Kraft getreten.<sup>26</sup>

Die wohl prägnanteste Änderung betrifft die Erweiterung der Fallgruppen im Rahmen der sog. sektorübergreifenden Prüfung von bislang 11 auf zukünftig 27 verschiedene Tatbestände (§ 55a Abs. 1 AWV n.F.). In Konkretisierung der europäischen Vorgaben des Art. 4 Abs. 1 der EU-Screening Verordnung wird insbesondere ein konkreter Katalog „kritischer Technologien“ aufgestellt, die im Rahmen der nationalen Investitionsprüfung besondere (Sicherheits-) Relevanz haben und daher ab einem Stimmrechtserwerb von 20% überprüfbar und meldepflichtig sind. Bis zur Freigabe unterliegen solche Transaktionen zukünftig den Vollzugsbeschränkungen des § 15 Abs. 3 und 4 AWG.

Auch der Anwendungsbereich der sog. sektorspezifischen Prüfung wurde ausgedehnt und umfasst nunmehr beispielsweise sämtliche Rüstungsgüter des Teil I Abschnitt A der Ausfuhrliste (§ 60 Abs. 1 Nr. 1 AWV n.F.).

Hervorzuheben ist auch die Erweiterung der Art der erfassten Transaktionen. So wird ein Prüfrecht des Ministeriums – aber keine Meldepflicht der Unternehmen – für solche Transaktionen eingeführt, in denen die relevanten Stimmrechtsschwellen formal nicht erreicht werden, aber auf anderem Wege (z.B. durch Gesellschaftervereinbarungen) ein sog. „atypischer Kontrollserwerb“ stattfindet (§ 56 Abs. 3 AWV n.F.). Ein Prüfrecht besteht zukünftig außerdem in Konstellationen, in denen mehrere staatliche kontrollierte Investoren aus demselben Drittstaat zwar nicht alternativ, aber kumulativ die

---

<sup>24</sup> Röhling/Salaschek/von Kalben, Germany to introduce stricter foreign investment rules – again.

<sup>25</sup> Referentenentwurf des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie, Siebzehnte Verordnung zur Änderung der Außenwirtschaftsverordnung vom 22. Januar 2021, verfügbar unter [https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/P-R/referentenentwurf-siebzehnte-verordnung-zur-aenderung-der-aussenwirtschaftsverordnung.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=10](https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Downloads/P-R/referentenentwurf-siebzehnte-verordnung-zur-aenderung-der-aussenwirtschaftsverordnung.pdf?__blob=publicationFile&v=10).

<sup>26</sup> Vorlage des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie vom 16. April 2021 zur Kabinettsitzung am 27. April 2021, Entwurf einer Siebzehnten Verordnung zur Änderung der Außenwirtschaftsverordnung.

relevanten Stimmrechtsschwellen erreichen oder überschreiten (siehe § 56 Abs. 4 S. 3 AWV n.F.), es sei denn sie können die Vermutung widerlegen, dass sie ihre Stimmrechte gemeinsam ausüben.

Besonders praxisrelevant ist schließlich die Neuregelung zum Hinzuerwerb von weiteren Stimmrechten oberhalb der relevanten Schwellen, der eine erneute Meldepflicht auslösen kann, wenn der bestehende Anteilseigner weitere gesellschaftsrechtlich relevante Schwellen erreicht oder überschreitet (z.B. 40%, 50% oder 75%; siehe § 56 Abs. 2 AWV n.F.).

In der Verordnungsbegründung heißt es, mit der 17. AWV Novelle werde der 2020 eingeleitete Reformprozess des nationalen Investitionsprüfungsrechts abgeschlossen. Allerdings bedeutet dies nicht, dass in nächster Zeit mit keinen Neuregelungen zu rechnen ist. Vielmehr arbeitet der Gesetzgeber bereits an einer Neufassung der relevanten Definitionen und Schwellenwerte für sogenannte „kritische Infrastrukturen“ in Deutschland. Auch das AWG soll unter anderem im Hinblick auf Investitionen in börsennotierte Unternehmen novelliert werden. Im Sinne der Rechts- und Transaktionssicherheit wäre es wünschenswert, wenn die Frequenz der Novellen im Bereich der Investitionskontrolle in Deutschland zukünftig abnimmt.

*b) Weitere Beispiele: Italien, Frankreich und Spanien*

Ähnliche Entwicklungen wie in Deutschland lassen sich in anderen EU-Mitgliedstaaten beobachten:

In Reaktion auf die COVID-19 Pandemie und den „Ruf zu den Waffen“ der EU-Kommission hat auch die italienische Regierung die Investitionskontrolle anhand der sog. Golden Power Rules erheblich ausgedehnt. Danach fallen (nach aktuellem Stand befristet bis zum 31. Dezember 2022) auch der Erwerb von Minderheitsbeteiligungen von Investoren aus Drittstaaten sowie im Falle des Kontrollerwerbs auch Investoren aus anderen EU-Mitgliedstaaten in den Anwendungsbereich der Investitionskontrolle. Zudem wurde der Anwendungsbereich der „Golden Power Rules“ dauerhaft auf weitere strategisch wichtige Branchen ausgedehnt, einschliesslich auf sog. kritische Technologien (wie künstliche Intelligenz, Robotik und Biotechnologie).<sup>27</sup>

Auch in Frankreich wurde das bestehende Investitionskontrollregime durch insgesamt drei Novellierungen seit Ende des Jahres 2019 zunehmend verschärft. So wurde die Aufgreifschwelle des Stimmrechtserwerbs durch nicht-

---

<sup>27</sup> Siehe auch Freshfields, Tougher controls for foreign investment: the new normal?, Slide 11; Caon, How Covid-19 is affecting FDI regulations.

EU Investoren zunächst von 33,33% auf 25% gesenkt und anschliessend in Reaktion auf die COVID-19 Pandemie noch einmal (vorübergehend) auf 10%<sup>28</sup> herabgesetzt. Ausserdem wurde die Liste der prüfungsrelevanten strategischen Sektoren um den Bereich der Biotechnologien ergänzt.<sup>29</sup>

Zudem hat die französische Regierung im September 2022 Leitlinien veröffentlicht, in denen sie verschiedene zentrale Aspekte des französischen Investitionskontrollregimes auslegt (z.B. zur Definition der geschützten Sektoren und welche Investoren in den Anwendungsbereich fallen).

In Spanien ist im Jahr 2020 ein ganz neues Investitionskontrollregime in Kraft getreten, das Minderheitsbeteiligungen durch nicht-EU Investoren ab 10% der Anteile an spanischen Zielunternehmen in zahlreichen Sektoren umfasst, darunter Medien, Infrastrukturen (wie Energie und Transport), das Gesundheitswesen, Verteidigung, Luft- und Raumfahrt und kritische Technologien. Zuvor waren hier lediglich punktuell Investitionen in ausgewählten Sektoren (i.e. Verteidigung, Telekommunikation und Medien) Gegenstand spezieller Prüfmechanismen.<sup>30</sup>

### c) *Exkurs: Vereinigtes Königreich*

Nach dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU am 1. Februar 2020 galt nach der im Austrittsabkommen festgelegten Übergangsphase bis zum 31. Dezember 2020 das EU-Recht grundsätzlich fort, und das Vereinigte Königreich blieb in diesem Zeitraum Teil des EU-Binnenmarktes und der EU-Zollunion.<sup>31</sup> Das Vereinigte Königreich war jedoch bereits während dieser Übergangsphase von dem EU-Kooperationsmechanismus nach der neuen EU-Screening Verordnung ausgeschlossen.<sup>32</sup> Trotz des Gleichbehandlungsgrundsatzes des am 24. Dezember 2020 ausgehandelten Handels- und Koope-

---

<sup>28</sup> Vgl. das Décret no. 2020-892 vom 22. Juli 2020, geändert durch das Décret no. 2020-1729 vom 28. Dezember 2020, geändert durch Décret no. 2021-1758 vom 22. Dezember 2021, welches mit Ablauf des 31. Dezember 2021 ausser Kraft tritt; ausserdem Freshfields, Tougher controls for foreign investment: the new normal?, Slide 4.

<sup>29</sup> Vgl. dazu Bouquier/Cave, Bloomberg Law, French M&A Transactions in Sensitive Sectors, 2 f.

<sup>30</sup> Vgl. Zu Spanien Freshfields, Tougher controls for foreign investment: the new normal?, Slide 13; European Association of Trade Investment Controls and Compliance Attorneys, Spain – FDI Screening Practical Q&A Overview, verfügbar unter <https://www.at-ica.com/spain-fdi-screening-overview/>.

<sup>31</sup> Siehe Art. 126 und Art. 127 Abs. 1 Abkommen über den Austritt des Vereinigten Königreichs Grossbritannien und Nordirland aus der Europäischen Union und der Europäischen Atomgemeinschaft, ABl 2019/C 384 I/01.

<sup>32</sup> Siehe Entscheidung der Kommission vom 31. Juli 2020, C(2020) 5159 final.

rationsabkommens mit der EU müssen Investoren aus dem Vereinigten Königreich nunmehr vermehrt damit rechnen, auch in den EU-Mitgliedstaaten Investitionskontrollverfahren durchlaufen zu müssen. So wird das Vereinigte Königreich ab dem 1. Januar 2021 beispielsweise in Deutschland im Rahmen der Investitionskontrolle als Drittstaat betrachtet. Das BMWK argumentiert dabei mit der im Abkommen vorgesehenen Sicherheitsausnahme des Artikel EXC.1 Absatz 1 und 2 sowie EXC.4 des Handels- und Kooperationsabkommens.<sup>33</sup>

Das Vereinigte Königreich hat seinerseits am 11. November 2020 den „*National Security and Investment Bill*“ veröffentlicht. Dabei handelt es sich um einen weitreichenden Entwurf zur Einführung eines eigenständigen Investitionskontrollregimes im Vereinigten Königreich.<sup>34</sup> Am 4. Januar 2022 trat der *National Security and Investment Act* in Kraft. Das Gesetz sieht eine verpflichtende Meldung in zahlreichen (insgesamt 17) als besonders sensibel erachteten Sektoren (einschliesslich kritische Infrastrukturen und Technologien) vor. In den nicht erfassten Bereichen haben Investoren die Möglichkeit, eine Meldung auf freiwilliger Basis einzureichen, um Transaktionssicherheit zu erlangen und auszuschliessen, dass die zuständigen Behörden nachträglich (bis zu fünf Jahre nach Abschluss der Transaktion) ein Verfahren von Amts wegen einleiten. Erfasst werden auch Minderheitsbeteiligungen ab 5%. Weitere (etwa finanzielle Schwellen) gibt nicht. Das neue Regime gilt für alle Investoren und unabhängig vom jeweiligen Herkunftsstaat. Mögliche Sanktionen bei Nichteinhaltung der Vorgaben rangieren von Geldbussen in Höhe von 5% des weltweiten Umsatzes des betroffenen Unternehmens oder £10 Mio. bis hin zu fünf Jahren Freiheitsstrafe.<sup>35</sup>

---

<sup>33</sup> Vgl. dazu die Ausführungen des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie zur Frage der Prüfungspflicht von Erwerbern aus Grossbritannien, verfügbar unter <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/FAQ/Aussenwirtschaftsrecht/faq-aussenwirtschafts-recht.html>.

<sup>34</sup> Siehe Pressemitteilung der Regierung des Vereinigten Königreichs vom 11. November 2020, *New powers to protect UK from malicious investment and strengthen economic resilience*, verfügbar unter <https://www.gov.uk/government/news/new-powers-to-protect-uk-from-malicious-investment-and-strengthen-economic-resilience>.

<sup>35</sup> Siehe ausführlich auch Davis/Jensen/Yeates/Leahy, *The UK's new national security screening regime*, Briefing 12 November 2020, verfügbar unter [http://knowledge.freshfields.com/en/Global/r/4358/the\\_uk\\_s\\_new\\_national\\_security\\_screening\\_regime](http://knowledge.freshfields.com/en/Global/r/4358/the_uk_s_new_national_security_screening_regime).

## IV. Rechtslage in der Schweiz

### 1. Aktueller Stand

Im Gegensatz zu ihren Nachbarländern kennt die Schweiz unter dem geltenden Recht keinen allgemein anwendbaren Screening-Mechanismus für ausländische Direktinvestitionen in Schweizer Unternehmen.

Dies bedeutet jedoch nicht, dass der ausländische Charakter einer Investition im Schweizer Recht überhaupt keine Rolle spielt.

Ausländische Investitionen in Schweizer Unternehmen können dann ein Prüf- und Genehmigungserfordernis auslösen, wenn sie regulierte Sektoren betreffen. Zu diesen gehören in etwa Bankdienstleistungen oder der Besitz von Immobilien. Ist ein regulierter Sektor Gegenstand ausländischer Investitionen, müssen potenzielle Genehmigungserfordernisse in den einschlägigen Spezialgesetzen konsultiert werden; für die vorgenannten Beispiele das Bankengesetz<sup>36</sup> und das Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland<sup>37</sup> – auch als *Lex Koller* bezeichnet.

Darüber hinaus kann bei staatlich lizenzierten Unternehmen und Dienstleistungen die Erteilung einer staatlichen Lizenz an ein ausländisches Unternehmen bzw. an ein Unternehmen mit ausländischen Investoren von einem Reziprozitätserfordernis abhängig gemacht werden. Ein solches Reziprozitätserfordernis findet sich etwa im Fernmeldegesetz<sup>38</sup> für Telekommunikationsdienstleistungen.

Diese bereits bestehenden sektorspezifischen Regulierungen werden künftig durch einen neuen generellen FDI-Screening-Mechanismus ergänzt werden. Die Schweiz folgt damit dem weltweiten Trend, ausländische Direktinvestitionen in sicherheits- oder ordnungspolitisch relevante inländische Unternehmen systematisch zu überprüfen.

### 2. Künftige Rechtslage: Der neue FDI-Screening-Mechanismus

Das Schweizer Parlament stimmte am 3. März 2020 der parlamentarischen Motion „Schutz der Schweizer Wirtschaft durch Investitionskontrollen“ zu.

---

<sup>36</sup> Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG) vom 8. November 1934 (SR 952.0).

<sup>37</sup> Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland (BewG) vom 16. Dezember 1983 (SR 211.412.41).

<sup>38</sup> Fernmeldegesetz (FMG) vom 30. April 1997 (SR 784.10).

Diese beauftragt den Bundesrat, zum Schutz der öffentlichen Sicherheit und Ordnung die gesetzlichen Grundlagen für eine Kontrolle von ausländischen Direktinvestitionen in inländische Unternehmen zu erlassen.

Hintergrund der parlamentarischen Motion war die Übernahme des Schweizer Agrochemieunternehmens Syngenta durch das chinesische Staatsunternehmen ChemChina. Die wirtschaftspolitische Strategie Chinas, westliches Know-how durch Direktinvestitionen einzukaufen, weckte die Angst vor einem „Ausverkauf“ Schweizer Unternehmen, die eine tragende Rolle für die Sicherheit oder öffentliche Ordnung in der Schweiz spielen. Die parlamentarische Motion wurde daher als in erster Linie gegen chinesische Investoren gerichtet empfunden – auch wenn ihr Text keine solche Beschränkung enthält.

In Erfüllung der Motion hat der Bundesrat am 18. Mai 2022 den Vorentwurf für ein „Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG)“ publiziert.<sup>39</sup> Die Vernehmlassung der Vorlage dauerte bis zum 9. September 2022. Der Bundesrat ist nun in der Pflicht, einen konkreten Gesetzesvorschlag auszuarbeiten und dem Parlament vorzulegen. Es ist gegenwärtig noch offen, wie der finale Vorschlag des Bundesrates aussehen wird und ob das Parlament diesem zustimmt oder nicht. Das Gesetzgebungsverfahren dürfte noch mehrere Jahre in Anspruch nehmen.

Nachfolgend werden der aktuelle Vorentwurf des Bundesrates vorgestellt und anschliessend allfällige Auswirkungen auf die M&A-Praxis erläutert.

### 3. Anwendungsbereich der neuen Investitionskontrolle

#### a) Geltungsbereich

Der Vorentwurf sieht vor, dass das Investitionsprüfgesetz für *Übernahmen von inländischen Unternehmen* des privaten und des öffentlichen Rechts durch *ausländische Investoren* gilt.<sup>40</sup>

Als *Übernahme* gilt jeder Vorgang, durch den ein oder mehrere Investoren unmittelbar oder mittelbar die Kontrolle über ein Unternehmen oder Teile davon

---

<sup>39</sup> Vgl. Medienmitteilung des Bundesrates vom 18. Mai 2022, Bundesrat eröffnet Vernehmlassung für ein Investitionsprüfgesetz, verfügbar unter <https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/seco/nsb-news.msg-id-88884.html>.

<sup>40</sup> Art. 2 Abs. 1 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

erlangen, insbesondere durch Fusion, Erwerb einer Beteiligung oder bedeutender Aktiven oder durch Abschluss eines Vertrags.<sup>41</sup> Diese Definition orientiert sich am in der Praxis bewährten kartellrechtlichen Kontrollbegriff.<sup>42</sup>

Die Frage, wie hoch die Beteiligung an einem Unternehmen sein muss, damit ein Kontrollerwerb vorliegt, lässt sich gemäss Praxis der Wettbewerbskommission nur einzelfallbezogen beantworten. In der Regel liegt ein Kontrollerwerb bei Aktiengesellschaften mit personalistischer Struktur jedoch bei einem Erwerb von mehr als 50% der Stimmrechte vor. Bei Publikumsgesellschaften mit weit gestreutem Aktienbesitz können dagegen bereits 20 bis 30% der Stimmrechte für die Erlangung von Kontrolle ausreichen.

Ein Kontrollerwerb kann gemäss kartellrechtlicher Definition aber nicht nur bei einem Share Deal, sondern auch bei einem Asset Deal oder gar auf faktischer oder vertraglicher Grundlage stattfinden. Mit der Übernahme des kartellrechtlichen Kontrollbegriffs ist damit gewährleistet, dass sämtliche Konstellationen von der Investitionskontrolle erfasst würden, die einem ausländischen Investor die Möglichkeit der Ausübung eines bestimmenden Einflusses über eine Schweizer Zielgesellschaft gewähren. Das Heranziehen des kartellrechtlichen Kontrollbegriffs hat zudem den Vorteil, dass sich die zuständige, noch zu schaffende Prüfbehörde an der bereits bestehenden extensiven Praxis der Wettbewerbskommission orientieren könnte.

Als *Unternehmen* gelten Nachfrager oder Anbieter von Gütern und Dienstleistungen im Wirtschaftsprozess, unabhängig von der Rechts- oder Organisationsform.<sup>43</sup> Die weit gefasste Definition erfolgte in Anlehnung an den kartellrechtlichen Unternehmensbegriff.<sup>44</sup>

Für die Definition des *inländischen Unternehmens* stellt der Vorentwurf zwei Varianten zur Diskussion in der Vernehmlassung gegenüber.<sup>45</sup> Nach der ersten Variante würden alle Unternehmen, die im schweizerischen Handelsregister eingetragen sind, als inländisches Unternehmen erfasst. Die zweite Variante

---

<sup>41</sup> Art. 3 lit. a des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>42</sup> Erläuternder Bericht des Bundesrates vom 18. Mai 2022 zum Vorentwurf des Investitionsprüfgesetzes, S. 16.

<sup>43</sup> Art. 3 lit. b des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>44</sup> Siehe Art. 2 Abs. 1bis des Bundesgesetzes über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen (Kartellgesetz, KG) vom 6. Oktober 1995 (SR 251); Erläuternder Bericht des Bundesrates vom 18. Mai 2022 zum Vorentwurf des Investitionsprüfgesetzes, S. 16.

<sup>45</sup> Art. 3 lit. c des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

knüpft ebenfalls an die Voraussetzung des schweizerischen Handelsregister-  
eintrags an und schliesst Unternehmen aus, die Teil einer Unternehmens-  
gruppe mit Hauptsitz und Hauptverwaltung ausserhalb der Schweiz sind.

Als *ausländische Investoren* gelten (i) Unternehmen, deren Hauptsitz und  
Hauptverwaltung ausserhalb der Schweiz sind, (ii) vermögensfähige Gesell-  
schaften, die von einer oder mehreren Personen im Ausland oder durch einen  
anderen Staat kontrolliert werden und (iii) grundsätzlich natürliche Personen  
ohne Schweizer Bürgerrecht, die als unmittelbare Investoren auftreten. Bei al-  
len drei Varianten ist die Absicht vorausgesetzt, ein inländisches Unternehmen  
zu übernehmen.<sup>46</sup>

#### *b) Genehmigungspflichtige Übernahmen*

Der Vorentwurf sieht eine sektorübergreifende und eine sektorspezifische  
Genehmigungspflicht vor.

Die sektorübergreifende Genehmigungspflicht gilt für alle Übernahmen in-  
ländischer Unternehmen durch ausländische Investoren, die unmittelbar oder  
mittelbar von einer staatlichen Stelle kontrolliert werden.<sup>47</sup> Dabei ist derselbe  
Kontrollbegriff wie beim Übernahmegriff anwendbar, d.h. die kontrollie-  
rende ausländische staatliche Stelle muss die Möglichkeit haben, die wesentli-  
chen Fragen der Geschäftsführung und die allgemeine Geschäftspolitik zu be-  
stimmen, wobei es unerheblich ist, ob sie von dieser Möglichkeit tatsächlich  
Gebrauch macht.<sup>48</sup>

Die sektorspezifische Genehmigungspflicht gilt für Übernahmen inländischer  
Unternehmen durch ausländische Investoren allgemein, d.h. insbesondere  
auch durch private Investoren. Dabei wird unterschieden zwischen Übernah-  
men (i) von inländischen Unternehmen, die in klassischen sicherheitsrelevan-  
ten Sektoren wie der Lieferung von Rüstungsgütern, dem Betrieb inländischer  
Kraftwerke oder der Lieferung von zentralen sicherheitsrelevanten IT-System-  
en für schweizerische Behörden tätig sind<sup>49</sup> und (ii) von inländischen Unter-  
nehmen, die kritische Infrastrukturen betreiben, sofern sie in den vergange-

---

<sup>46</sup> Art. 3 lit. d des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitio-  
nen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>47</sup> Art. 4 Abs. 1 lit. a des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Inves-  
titionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>48</sup> Erläuternder Bericht des Bundesrates vom 18. Mai 2022 zum Vorentwurf des Investitions-  
prüfgesetzes, S. 19.

<sup>49</sup> Art. 4 Abs. 1 lit. b des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Inves-  
titionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).



nen zwei Geschäftsjahren durchschnittlich mindestens 100 Millionen Franken Jahresumsatz erwirtschaftet haben<sup>50</sup>. Dazu zählen etwa Universitätsspitäler oder Unternehmen im Bereich der Forschung, Entwicklung, Produktion und des Vertriebs von Arzneimitteln oder Impfstoffen. Es wäre es aus Gründen der Rechtssicherheit zu befürworten, wenn ausländische Investoren die Zugehörigkeit eines Zielunternehmens zu einer systemrelevanten Branche vorab per Ruling der zuständigen Behörde abklären könnten. Es ist davon auszugehen, dass nicht jede ausländische Direktinvestition in Schweizer Unternehmen derartige Auswirkungen zeitigen wird, dass sie die öffentliche Sicherheit oder Ordnung gefährden könnte. Ein solches Risiko dürfte nur von grösseren Investitionsvorhaben ausgehen. Der Bundesrat hat entsprechend eine generelle Ausnahme von der Genehmigungspflicht für die Übernahme von kleinen inländischen Unternehmen vorgesehen, die in den vergangenen Geschäftsjahren durchschnittlich weniger als 50 Vollzeitstellen umfasst und einen weltweiten Jahresumsatz von weniger als 10 Millionen Franken erwirtschaftet haben (Bagatellschwelle).<sup>51</sup>

#### 4. Genehmigungskriterien

Mit dem Investitionsprüfgesetz sollen Übernahmen inländischer Unternehmen durch ausländische Investoren verhindert werden, welche die öffentliche Ordnung oder Sicherheit gefährden oder bedrohen.<sup>52</sup> Dementsprechend genehmigt das SECO eine Übernahme, wenn kein Grund zur Annahme besteht, dass die öffentliche Ordnung oder Sicherheit durch die Übernahme gefährdet oder bedroht ist.<sup>53</sup> Dabei kann die Genehmigung einer Übernahme an zweckmässige Arten von Auflagen oder Bedingungen geknüpft werden, sofern dadurch die Gefährdung oder Bedrohung der öffentlichen Ordnung oder Sicherheit beseitigt wird.<sup>54</sup>

Gemäss dem Erläuternden Bericht wird das Risiko für die öffentliche Ordnung oder Sicherheit als Produkt aus Eintrittswahrscheinlichkeit und potentielltem Schadensausmass verstanden. Massgeblich für die Eintrittswahrscheinlichkeit

---

<sup>50</sup> Art. 4 Abs. 1 lit. c des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>51</sup> Art. 4 Abs. 2 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>52</sup> Art. 1 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>53</sup> Art. 5 Abs. 1 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>54</sup> Art. 5 Abs. 4 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

ist dabei, ob der ausländische Investor<sup>55</sup> einen guten Ruf geniesst und Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bietet und inwiefern der ausländische Investor Zugriff auf kritische Bereiche des inländischen Unternehmens hat. Das potentielle Schadensausmass hängt davon ab, welche Verwundbarkeit mit dem Übernahmeobjekt verbunden ist und was passieren würde, wenn ein Investor diese Verwundbarkeit effektiv ausnutzen würde. Geht eine dieser Grössen gegen Null, tendiert auch das Risiko aus einer Übernahme gegen Null.<sup>56</sup>

Der Vorentwurf enthält zur Konkretisierung eine nicht abschliessende Aufzählung von Kriterien, die zu berücksichtigen sind<sup>57</sup>, nämlich ob (a) sich der ausländische Investor an Aktivitäten beteiligt oder beteiligt hat, die sich nachteilig auf die öffentliche Ordnung oder Sicherheit der Schweiz oder anderer Staaten auswirken oder ausgewirkt haben; (b) der ausländische Investor oder sein Heimatstaat versucht oder versucht hat, mittels Spionage Informationen über das inländische Unternehmen zu erwerben; (c) der ausländische Investor Spionage betreibt oder betrieben hat; (d) gegen den ausländischen Investor direkt oder indirekt Sanktionen nach dem Embargogesetz<sup>58</sup> verhängt worden sind; (e) die Dienstleistungen, Produkte oder Infrastrukturen des inländischen Unternehmens innert nützlicher Frist ersetzt werden können; (f) der ausländische Investor durch die Übernahme Zugang zu zentralen sicherheitsrelevanten Informationen oder zu besonders schützenswerten Daten nach dem Datenschutzgesetz<sup>59</sup> erhält; (g) durch die Übernahme wesentliche Wettbewerbsverzerrungen entstehen.

## 5. Genehmigungsverfahren

Zur Einleitung des Genehmigungsverfahrens muss der ausländische Investor beim SECO ein Gesuch einreichen.<sup>60</sup> Die zivilrechtliche Wirksamkeit einer be-

---

<sup>55</sup> Bzw. die Verwaltung und Geschäftsführung des ausländischen Investors sowie dessen letztlich berechtigten Eigentümer.

<sup>56</sup> Erläuternder Bericht des Bundesrates vom 18. Mai 2022 zum Vorentwurf des Investitionsprüfgesetzes, S. 22.

<sup>57</sup> Art. 5 Abs. 2 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>58</sup> Bundesgesetz über die Durchsetzung von internationalen Sanktionen (Embargogesetz, EmbG) vom 22. März 2002 (SR 946.231).

<sup>59</sup> Bundesgesetz über den Datenschutz (DSG) vom 19. Juni 1992 (SR 235.1).

<sup>60</sup> Art. 6 Abs. 1 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

willigungspflichtigen Übernahme bleibt bis zu ihrer Genehmigung zivilrechtlich aufgeschoben.<sup>61</sup>

Der Vorentwurf sieht ein zweiphasiges Genehmigungsverfahren vor.

In Phase I entscheidet das SECO mit den mitinteressierten Verwaltungseinheiten und nach Anhörung des Nachrichtendienstes des Bundes (NDB) innerhalb eines Monats ab Eingang des Gesuchs, ob die Übernahme direkt genehmigt werden kann oder ob ein Prüfverfahren einzuleiten ist.<sup>62</sup> Ein Prüfverfahren ist ebenfalls einzuleiten, wenn zwischen dem SECO und den mitinteressierten Verwaltungseinheiten keine Einigung zustande kommt.<sup>63</sup> Der Entscheid über die Einleitung eines Prüfverfahrens wird dem ausländischen Investor und dem inländischen Unternehmen schriftlich eröffnet, stellt aber keine Verfügung dar.<sup>64</sup>

Wird ein Prüfverfahren (Phase II) eingeleitet, so entscheidet das SECO im Einvernehmen mit den mitinteressierten Verwaltungseinheiten und nach Anhörung des NDB innerhalb von drei Monaten ab der Einleitung, ob die Übernahme genehmigt wird.<sup>65</sup> Der Bundesrat entscheidet auf Antrag des Eidgenössischen Departements für Wirtschaft, Bildung und Forschung über die Genehmigung, falls das SECO oder eine mitinteressierte Verwaltungseinheit sich gegen die Genehmigung der Übernahme ausspricht oder das SECO und die mitinteressierten Verwaltungseinheiten der Ansicht sind, dass der Entscheid von erheblicher politischer Tragweite ist.<sup>66</sup> Gemäss dem Erläuternden Bericht kann eine Genehmigung unter Auflagen oder Bedingungen nur in diesen beiden Fällen erfolgen.<sup>67</sup>

---

<sup>61</sup> Vgl. Art. 8 Abs. 5 und Art. 17 f. des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>62</sup> Art. 7 Abs. 1 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>63</sup> Art. 7 Abs. 2 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>64</sup> Art. 7 Abs. 4 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>65</sup> Art. 8 Abs. 1 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>66</sup> Art. 8 Abs. 2 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>67</sup> Erläuternder Bericht des Bundesrates vom 18. Mai 2022 zum Vorentwurf des Investitionsprüfgesetzes, S. 26.

Der ausländische Investor, das inländische Unternehmen und die weiteren an der Übernahme beteiligten Personen sind verpflichtet, dem SECO wahrheitsgetreu die Auskünfte zu erteilen und die Unterlagen einzureichen, die für eine umfassende Prüfung notwendig sind.<sup>68</sup>

Wird innerhalb der ein- bzw. dreimonatigen Frist<sup>69</sup> kein Entscheid getroffen, gilt die Übernahme als genehmigt.<sup>70</sup> Das SECO kann die Frist jedoch verlängern, falls der ausländische Investor oder das inländische Unternehmen die Prüfung behindert haben oder erforderliche Informationen einer ausländischen Behörde ausstehend sind.<sup>71</sup>

## 6. Rechtsschutz

Der Vorentwurf sieht vor, dass die Beschwerde gegen Verfügungen des Bundesrates betreffend den Entscheid im Rahmen eines Genehmigungsverfahrens nach dem Investitionsprüfgesetz zulässig ist. Das Beschwerdeverfahren richtet sich grundsätzlich nach den allgemeinen Bestimmungen über die Bundesrechtspflege.<sup>72</sup> Allerdings ist in Fällen von erheblicher politischer Tragweite die gerichtliche Überprüfung auf die Einhaltung von Verfahrensgarantien oder das Vorliegen eines Ermessensmissbrauchs beschränkt.<sup>73</sup> Beschwerdelegitimiert sind ausserdem nur der ausländische Investor und das inländische Zielunternehmen.<sup>74</sup>

## 7. Auswirkungen auf die M&A-Praxis

Die weltweite Einführung bzw. Verschärfung bereits bestehender Investitionskontrollen stellt Schweizer Unternehmen vor neue Herausforderungen. Grenzüberschreitende Transaktionen werden durch die behördlichen Geneh-

---

<sup>68</sup> Art. 12 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>69</sup> Art. 7 Abs. 1 und 8 Abs. 1 und 3 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>70</sup> Art. 9 Abs. 1 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>71</sup> Art. 9 Abs. 2 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>72</sup> Art. 16 Abs. 1 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>73</sup> Art. 16 Abs. 3 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

<sup>74</sup> Art. 16 Abs. 2 des Vorentwurfs zum Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG).

migungspflichten im Rahmen von FDI Screenings nicht nur komplexer, sie sind auch mit zusätzlichen Transaktionsrisiken und einer erheblichen Portion Rechtsunsicherheit verbunden.

Die erhöhte Komplexität von Transaktionsvorhaben ist darin begründet, dass die Transaktionsparteien unter dem Regime der Investitionskontrolle zusätzlich zu möglichen fusionskontrollrechtlichen Meldepflichten weitere Meldungen an Behörden in verschiedenen Jurisdiktionen prüfen und einplanen müssen. Die Genehmigungspflicht kann dabei in denjenigen Rechtsordnungen, die eine Vorabanmeldung der Transaktion erfordern und ein Vollzugsverbot kennen, erhebliche Auswirkungen auf den Zeitplan der Transaktionsparteien haben. Die behördlichen Prüfungen können mehrere Monate dauern und die Transaktion erheblich verzögern. Eine frühzeitige Auseinandersetzung mit potenziellen Anmeldepflichten kann dazu beitragen, solch negative Auswirkungen zu mildern.

Investitionskontrollen stellen für die Transaktionsparteien zudem ein weiteres regulatorisches Risiko dar. Der Vollzug einer Transaktion, die keine wettbewerbsrechtlichen Bedenken aufwirft, kann im Rahmen der Investitionskontrolle dennoch mit der Auferlegung erheblicher Abhilfemassnahmen verbunden oder gar völlig verboten werden. Da Investitionskontrollen in einigen Jurisdiktionen auch nach Abschluss der Transaktion eingeleitet werden können, kann zudem das Risiko einer behördlich auferlegten Rückabwicklung bestehen. Hinzu kommt, dass Investitionskontrollen im Vergleich zu anderen regulatorischen Prozessen wie bspw. den fusionskontrollrechtlichen Prüfverfahren im Wettbewerbsrecht mit einem grösseren behördlichen Ermessensspielraum verbunden sind. All dies hat zur Folge, dass das Transaktionsrisiko bei grenzüberschreitenden Unternehmensübernahmen erheblich steigt.

Wie bei anderen behördlichen Genehmigungspflichten kann diesem erhöhten Risiko durch eine sorgfältige Vertragsredaktion begegnet werden. Ein besonderes Augenmerk ist dabei vor allem auf die Vollzugsbedingungen zu richten. In den Transaktionsverträgen sollten darüber hinaus auch die Kooperationspflichten der Transaktionsparteien geregelt werden. So sind Investitionskontrollen in der Regel mit Offenlegungspflichten und einem erheblichen Informations- und Datenbeschaffungsaufwand verbunden. Ebenfalls wichtige Aspekte der Vertragsverhandlung und -redaktion sind die Risikoverteilung und die Vereinbarung eines Long-Stop-Dates.

## V. Ausblick

In Anbetracht des weltweiten Trends zur Einführung bzw. Verschärfung von bereits bestehenden Investitionskontrollen ist zu erwarten, dass in der Zukunft immer mehr grenzüberschreitende Unternehmenstransaktionen behördlichen Investitionskontrollen unterliegen werden. In den kommenden Jahren wird sich auch die rechtliche Landschaft in der Schweiz mit der Einführung einer Kontrolle für ausländische Direktinvestitionen erheblich verändern.

Trotz dieser regulatorischen Verschärfungen ist zu erwarten, dass Transaktionen nur selten durch behördliche Interventionen im Rahmen von Investitionskontrollen vereitelt werden. Ausländische Investoren sind und bleiben attraktiv als Mittel zur Förderung von Wachstum und Beschäftigung – auch in der Schweiz.

Dennoch müssen sich Unternehmen bei der Transaktionsplanung darüber im Klaren sein, dass die Kontrolle von ausländischen Direktinvestitionen in einer wachsenden Anzahl von Jurisdiktionen ganz neue Herausforderungen für M&A-Transaktionen mit sich bringt. Die Transaktionsverfahren werden durch die neuen behördlichen Interventionsmöglichkeiten nicht nur komplexer; sie sind auch mit erhöhten Transaktionsrisiken verbunden. Diese Risiken müssen bei der Transaktionsplanung rechtzeitig berücksichtigt und in das Gesamtrisiko des Deals einkalkuliert werden. Ansonsten drohen Unternehmen bei grenzüberschreitenden Transaktionen ungewollte und vermeidbare Überraschungen.

## Literaturverzeichnis

- Bouquier Fabrice/Cave Leighton Paisner Bryan, French M&A Transactions in Sensitive Sectors, August 2020, verfügbar unter <<https://www.bclplaw.com/images/content/1/9/v2/192446/Bloomberg-Law-31-August-2020.pdf>>.
- Caon Viola, How Covid-19 is affecting FDI regulations, verfügbar unter <<https://investment-monitor.ai/manufacturing/how-covid-19-is-affecting-fdi-regulations>>.
- Congressional Research Service, The Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS), Updated February 14, 2020, verfügbar unter <<https://fas.org/sgp/crs/natsec/RL33388.pdf>>.
- Dams Jan, Donald Trump greift nach deutscher Impfstoff-Firma, die Welt vom 15. März 2020, <<https://www.welt.de/wirtschaft/article206555143/Corona-USA-will-Zugriff-auf-deutsche-Impfstoff-Firma.html>>.

- Davis Michele et al., The UK's new national security screening regime, Briefing 12 November 2020, verfügbar unter <<https://transactions.freshfields.com/post/102gk18/the-uk-shuts-the-back-door-to-hostile-foreign-investment-the-new-uk-national-s>>.
- European Association of Trade Investment Controls and Compliance Attorneys, Spain – FDI Screening Practical Q&A Overview, verfügbar unter <<https://www.at-ica.com/spain-fdi-screening-overview/>>.
- Freshfields Bruckhaus Deringer, Tougher controls for foreign investment: the new normal?, verfügbar unter <[https://www.freshfields.us/4a9036/globalassets/our-thinking/campaigns/antitrust/tougher-controls-for-foreign-investment-june-2020.pdf?\\_ga=2.143355120.434576815.1603283168-1480889903.1571928417](https://www.freshfields.us/4a9036/globalassets/our-thinking/campaigns/antitrust/tougher-controls-for-foreign-investment-june-2020.pdf?_ga=2.143355120.434576815.1603283168-1480889903.1571928417)>.
- Lippert André, Investitionskontrolle reloaded, BB 2019, 1538 ff.
- Röhling Frank et al., COVID-19: shut down also for foreign direct investments into Europe?, verfügbar unter <<https://transactions.freshfields.com/post/102g33i/covid-19-shut-down-also-for-foreign-direct-investments-into-europe-commission-i>>.
- Röhling Frank/Salaschek Uwe/von Kalben Jonas, Germany to introduce stricter foreign investment rules – again, verfügbar unter <<https://transactions.freshfields.com/post/102g4gi/germany-to-introduce-stricter-foreign-investment-rules-again>>.





# M&A im Spannungsfeld von COVID-19

Marco Superina/Brice Bolinger/Thomas Karg

## Inhalt

I.	<a href="#">Einführung</a>	193
II.	<a href="#">Erwartungen zu Beginn des COVID-19 Ausbruchs</a>	194
III.	<a href="#">Tatsächliche Entwicklung des M&amp;A Marktes</a>	195
1.	<a href="#">Übersicht des globalen M&amp;A Marktes im H1 2020</a>	195
IV.	<a href="#">Aktuelle Herausforderungen</a>	199
1.	<a href="#">Aktuelle Herausforderungen in M&amp;A Transaktionen</a>	199
V.	<a href="#">Wie können M&amp;A Transaktionen dennoch abgewickelt werden</a>	201
1.	<a href="#">Marketing</a>	202
2.	<a href="#">Due Diligence</a>	202
3.	<a href="#">Verhandlung</a>	202
4.	<a href="#">Abschluss</a>	202
5.	<a href="#">Kreativität führt die Transaktionen über die Ziellinie</a>	202
VI.	<a href="#">Fazit, Trends und Ausblick</a>	205
1.	<a href="#">Welche Erwartungen sind tatsächlich eingetroffen?</a>	205
2.	<a href="#">M&amp;A Trends in der Schweiz und wichtigen Industrien</a>	206
VII.	<a href="#">Ausblick</a>	209

## I. Einführung

Der Ausbruch von COVID-19 seit März 2020 hat zu starken Auswirkungen auf die globale Wirtschaft sowie Unternehmen geführt. Die Veränderungen und Auswirkungen von COVID-19 betreffen nahezu alle Branchen und Geografien und führten zu deutlichen Umsatzrückgängen und Reduktion der Wirtschaftsleistung. Die aktuelle ausserordentliche Lage beeinflusst dementsprechend auch den Markt für M&A Transaktionen. Akquisitionen, Zusammenschlüsse und Investments werden auf der einen Seite zurzeit aufgrund wirtschaftlicher Unsicherheiten teilweise gehemmt. Auf der anderen Seite kann die Krise auch als Katalysator für Transaktionen wirken, da Möglichkeiten für günstigere Akquisitionen bestehen und es zu „Notverkäufen“ kommen kann.

## II. Erwartungen zu Beginn des COVID-19 Ausbruchs

Zu Beginn des COVID-19 Ausbruchs kam es zu einem drastischen Rückgang der globalen Wirtschaftsleistung infolge mehr oder weniger strikter Schliessungen von Wirtschaftsräumen sowie Reise- und Ausgangssperren auf globaler Ebene. Nach dem Ausbruch der Pandemie und der ersten Gegenmassnahmen seitens Politik konnten folgende Erwartungen festgestellt werden:

1. Beschleunigung der Konsolidierung im Bankensektor:  
Es wird erwartet, dass sich die seit einigen Jahren an Bedeutung gewinnende Konsolidierung im europäischen Bankensektor durch COVID-19 weiter beschleunigen wird.
2. Steigende Anzahl an „Public to Private“ (P2P) Transaktionen:  
Aufgrund der grossen Preisverwerfungen an den Aktienmärkten und des Liquiditätsbedarfs der gelisteten Unternehmen wird erwartet, dass viele Finanzinvestoren die Gelegenheit für einen günstigen Einstieg nutzen.
3. Erhöhte Aktivität von Finanzinvestoren:  
Während die Zinssätze nach wie vor historisch niedrig sind und viele Finanzinvestoren nach wie vor auf hohen Reserven sitzen, bieten die niedrigen Bewertungen und die Preisverwerfungen am Kreditmarkt attraktive Investitionsmöglichkeiten. Dies sollte zur erhöhten Aktivität der Finanzinvestoren beitragen.
4. Steigendes Interesse an Private Investment in Public Equity (PIPE):  
In Zeiten erhöhter Marktunsicherheit und Sondersituationen stellen Private Investment in Public Equity (PIPE) Transaktionen die Mittelbeschaffungsmethode der Wahl dar.
5. Zunahme Aktionärsaktivismus:  
Infolge der grossen Preisverwerfungen an den Aktienmärkten wird es zu erhöhter Aktivität von Aktivistenfonds kommen. Der Fokus liegt hierbei vor allem auf Unternehmen mit grosser Marktkapitalisierung.
6. Vermehrte Anzahl von Zwangsverkäufen:  
COVID-19 wird es in einigen der stark betroffenen Sektoren aufgrund des starken Nachfrageeinbruchs sowie erhöhter Liquiditätsnachfrage zu potenziellen Zwangsverkäufen führen.
7. Hohe Wahrscheinlichkeit von Transaktionsabbrüchen:  
Aufgrund der erhöhten Unsicherheit hinsichtlich Bewertung und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ist es schwierig zwischen den Parteien eine Einigung zu erzielen (Bewertungsbasis, Risikoallokation, etc.), bzw. angekündigte Transaktionen werden nicht vollzogen werden.

### III. Tatsächliche Entwicklung des M&A Marktes

#### 1. Übersicht des globalen M&A Marktes im H1 2020

Hinsichtlich M&A Transaktionen, startete die erste Hälfte des Jahres 2020 stark, jedoch führte der Ausbruch von COVID-19 zu einem Rückgang des M&A Volumens. Dieser Rückgang reflektiert die teilweise Schliessung der wichtigsten Volkswirtschaften der Welt, was in allen Regionen (Nord Amerika minus (48%) vs. 2019, Europa minus (30%) vs. 2019, APAC minus (46%) vs. 2019) und Sektoren ersichtlich ist. Das weltweite M&A Volumen, bezogen auf die Anzahl der Transaktionen, liegt 43% unter dem Vorjahreswert (58%) vs. 2019<sup>1</sup>.

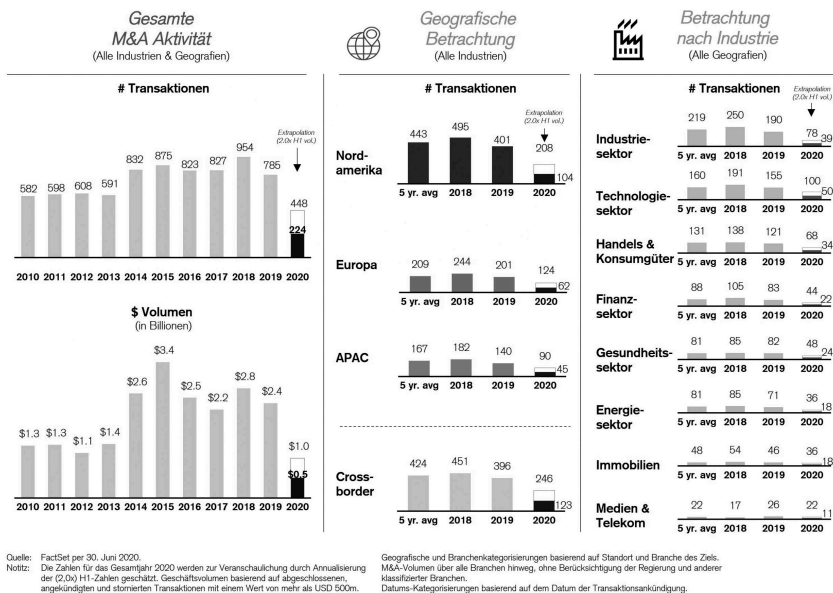
Hinsichtlich Struktur sind grosse Bar-Transaktionen seltener geworden, während Minderheitsbeteiligungen (einschliesslich PIPEs) und Aktien-basierte Transaktionen an Bedeutung gewonnen haben (Bar Transaktionen in Q2 liegen 72% unter dem vierteljährlichen Durchschnitt<sup>2</sup>, PIPE Investments plus 56% verglichen mit 2019<sup>3</sup>). Einige Transaktionen, die vor dem Ausbruch der Pandemie in den am stärksten betroffenen Sektoren angekündigt wurden, wurden abgebrochen oder werden neu verhandelt. Die Bewertungen sind angesichts unsicherer Aussichten schwierig zu kalibrieren – einige sehen das Jahr 2021 als Bewertungsgrundlage. Generell haben sich die Kapitalmärkte auf den Stand von Anfang Jahr erholt oder in einigen Fällen sogar über das vor der Pandemie liegende Niveau entwickelt.

---

<sup>1</sup> Transaktionsvolumen basierend auf der Anzahl der angekündigten Transaktionen (sofern nicht anders angegeben) mit einem Wert von mehr als USD 500m laut FactSet. Vergleich mit 2019 annualisierte H1 2020 im Vergleich zum Gesamtjahr 2019.

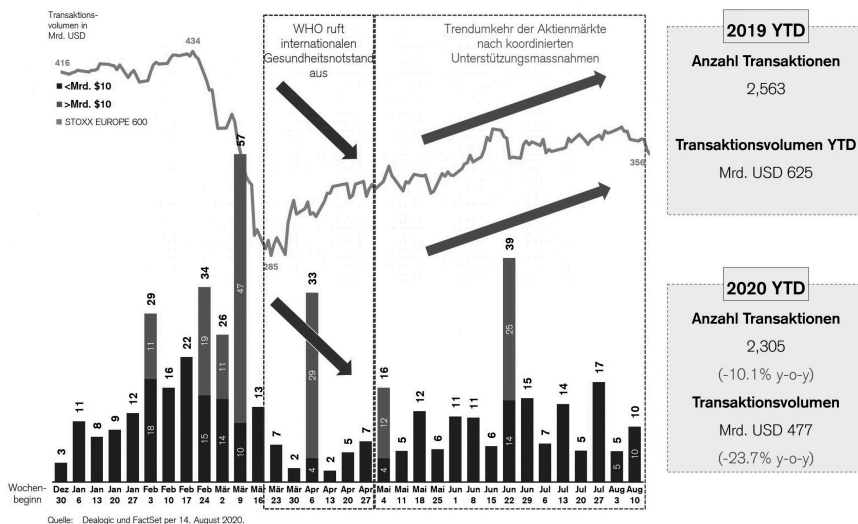
<sup>2</sup> Basierend auf Transaktionen mit Transaktionswert USD 1bn: Verglichen mit Durchschnitt der 5 vorherigen Quartale.

<sup>3</sup> PrivateRaise und Credit Suisse Analyse.



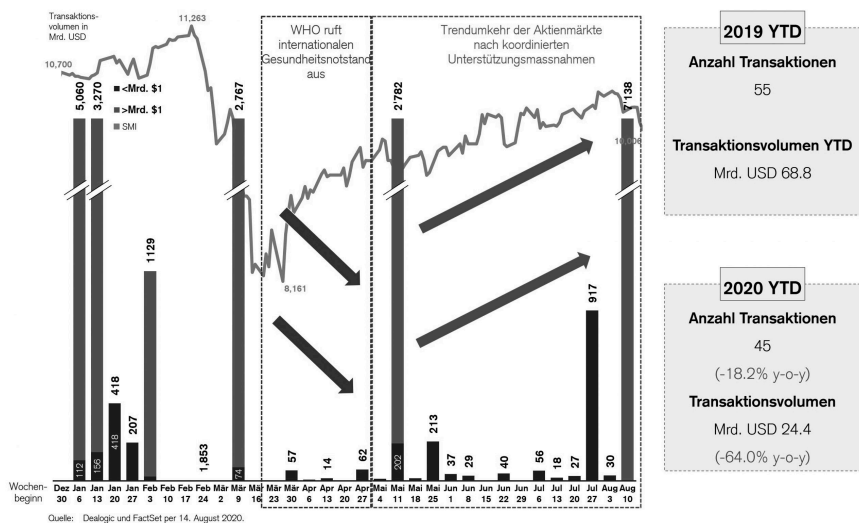
Grafik 1: Globale M&A Aktivität im ersten Halbjahr 2020

Grafik 1 zeigt, dass die M&A Aktivität sowohl basierend auf der Anzahl an Transaktionen als auch basierend auf dem Volumen in USD stark eingebrochen ist. Die Betrachtung nach Geografien zeigt ein ähnliches Bild. Bei einem Blick auf die unterschiedlichen Industrien ist klar zu erkennen, dass der Technologie- sowie Medien- & Telekommunikationssektor deutlich besser abschneiden, wenn auch niedriger als im Vorjahr. Dies ist hauptsächlich auf die erhöhte Verwendung von virtuellen Kommunikations- und Onlineanbietern zurückzuführen.



Grafik 2: Angekündigte europäische M&A Volumen und STOXX Europe 600 Entwicklung 2019 vs. 2020

Grafik 2 zeigt den starken Fall des breiten europäischen Aktienindex STOXX Europe 600 im März 2020. Ab Mitte März ruft die WHO den internationalen Gesundheitsnotstand aus, woraufhin auch die M&A Volumen nahezu zum Erliegen kommen. Erst nach koordinierten Unterstützungsmassnahmen durch geld- und fiskalpolitische Instrumente, kann auf den europäischen Aktienmärkten eine Trendwende beobachtet werden. Infolgedessen kommt es langsam auch bei den M&A Volumen wieder zu einem Anstieg, wenn auch eher langsam. Ein ähnliches Bild lässt sich auch in dem Schweizer Markt beobachten (Grafik 3).



Grafik 3: Angekündigte Schweizer M&A Volumen und SMI Entwicklung 2019 vs. 2020 (YTD)

	Ankündigung	Zielunternehmen	Käufer	Transaktionswert (Mrd. USD)
In 2020 angekündigt	12.08.20	Sunrise Communication	Liberty Global	7,478
	28.07.20	EF Education First	Pemira	900
	11.06.20	BSI	BTG Pactual Global Asset Mgmt	259
	08.06.20	★ Optics Balzers	Materion	160
	11.03.20	★ Pargesa	Parjointco	2,645
	25.02.20	Healius	Partners Group	1,853
	24.01.20	★ CASER	Helvetia	862
	05.02.20	Aimmune Therapeutics	Nestle Health Science	200
	28.01.20	Kopter	Leonardo	185
	16.01.20	Global Blue	Far Point Acquisition Corp	2,564
	14.01.20	Infarr (property portfolio)	Partners Group	612
	Abschlussdatum	Zielunternehmen	Käufer	Transaktionswert (Mrd. USD)
In 2020 abgeschlossen	01.07.20	ABB (Power Grids division)	Hitachi	11,000
	11.06.20	Bolsas y Mercados Espanoles	SIX Group	2,843
	29.05.20	WABCO Holdings	ZF Friedrichshafen	7,251
	28.05.20	Derives Resiniques et Terpeniques	Fimerich International	1,918
	02.03.20	Veeam Software	Insight Venture	5,000
	04.02.20	Magazine zum Globus	Central Group of Companies	1,105
	31.01.20	Nestle USA (ice cream business)	Froneri International	4,000
	03.01.20	Soliant Health	Olympus Partners LP/Soliant Health	612

Quelle: Thomson Securities, SDC Platinum, Dealogic, Credit Suisse.

Note: Dealogic und Thomson league tables können sich aufgrund unterschiedlicher Accounting Methoden unterscheiden.

Gemeint ausgeschlossen sind Transaktionen von Unternehmen bei deren Entscheidungsträger nicht in der Schweiz basieren. Ausgenommen Aktienrückläufe.

Legende: ■ Transaktionen welche nach dem COVID-19 Lockdown in der Schweiz veröffentlicht/abgeschlossen wurden. ★ Transaktionen welche bereits abgeschlossen sind.

Tabelle 4: Abgeschlossene und angekündigte Transaktionen in 2020 in der Schweiz (YTD)

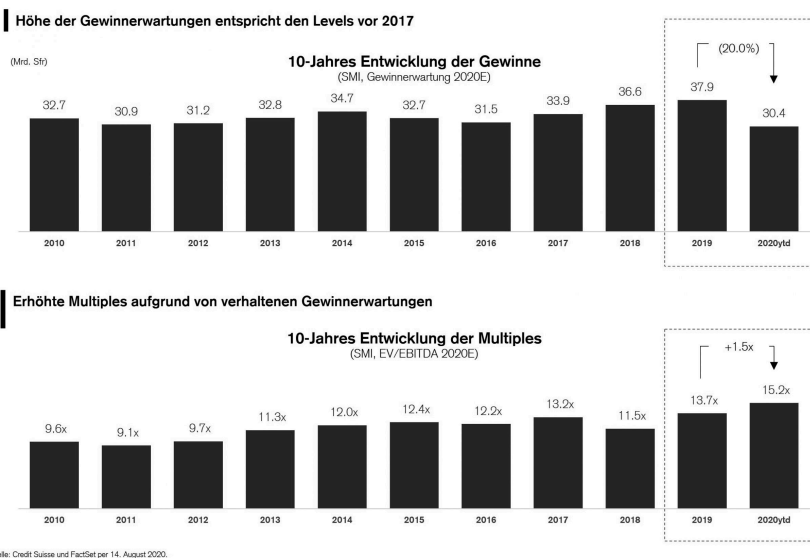
Tabelle 4 zeigt, dass die Mehrheit der abgeschlossenen Schweizer Transaktionen von 2020 bereits in 2019 angekündigt wurden. Nur drei Transaktionen (Helvetia/CASER, Parjointco/Pargesa und Optic Balzers) wurden bisher in 2020 angekündigt und bis dato abgeschlossen.

## **IV. Aktuelle Herausforderungen**

### **1. Aktuelle Herausforderungen in M&A Transaktionen**

1. Relative Bewertungen höher als vor der Krise:  
Wie in Grafik 5 zu erkennen ist, sind die Gewinnerwartungen stärker gefallen als die Aktienkurse und daher sind die Bewertungen an den Kapitalmärkten basierend auf den erwarteten Gewinnen für 2020 gestiegen.
2. Was ist das normalisierte EBITDA:  
Aufgrund der hohen Unsicherheiten hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sowie Nachfrage liegt der Fokus darauf, die „normalisierten“ Zahlen zu ermitteln und Überlegungen zur Erholung dieser Zielgesellschaft nach COVID-19 (EBITDAC) anzustellen.
3. Liquiditätslage / Fremdkapital:  
Vor allem in den ersten Monaten nach Ausbruch der COVID-19 Pandemie lag der Fokus bei vielen Unternehmen aufgrund von schwierig zugänglichen Kreditmärkten darauf, die Liquidität zu sichern.
4. Unternehmen sind intern fokussiert:  
Unternehmen waren in den ersten Monaten nach Ausbruch der COVID-19 Pandemie vermehrt mit den internen und operativen Prozessen (wie Sicherstellung der Liquidität sowie Aufrechterhaltung der Lieferketten) beschäftigt, bevor sie sich M&A Themen widmeten.
5. Keine physische due diligence möglich:  
Aufgrund der starken Reiseeinschränkungen sowie der gesetzlich vorgeschriebenen Sicherheitsvorkehrungen sind physische Due Diligence Sessions sowie Werksbesichtigungen schwer umsetzbar.
6. Risiko-Allokation des Verkaufsvertrags:  
Aufgrund der Unsicherheiten durch COVID-19 kommen einigen Punkten/Bedingungen des Verkaufsvertrags wie MAC Klauseln sowie Bar/Aktien Anteil und earn-out Strukturen eine höhere Bedeutung zu.

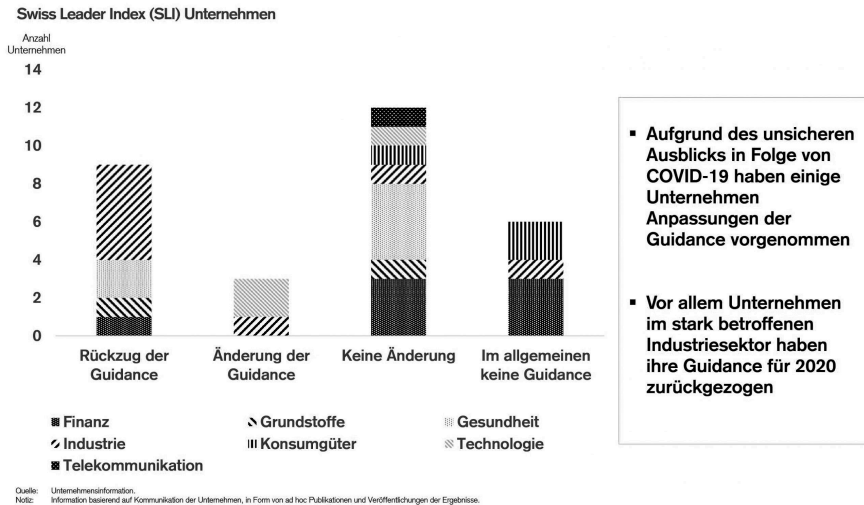
7. Verzögerung wegen regulatorischer Bewilligungen:  
Aufgrund der (teilweisen) Lock-down Einschränkungen in mehreren Ländern kam es zu zeitlichen Verzögerungen bei den regulatorischen Bewilligungsprozessen.
8. Zunehmende Restriktionen für ausländische Käufer:  
Um potentielle Übernahmen durch ausländische Investoren aufgrund temporär tiefen Bewertungen zu verhindern, haben viele Länder Restriktionen und Anforderungen an ausländische Investoren verschärft.



Grafik 5: Gewinnerwartungen und Multiples im Schweizer Markt

Grafik 5 zeigt, dass die durchschnittlichen erwarteten Gewinne der im SMI abgebildeten Unternehmen für das Jahr 2020 um 20% niedriger sind als die des Jahres 2019. Da die Aktienkurse aber nicht um dieselbe Dimension gefallen sind, ergeben sich höhere Bewertungsmultiples.





Grafik 6: Anpassung der Guidance nach Ausbruch von COVID-19

Grafik 6 zeigt auf, wie sich die COVID 19 Pandemie auf die Erwartungen der Unternehmen ausgewirkt hat. Aufgrund der erhöhten Unsicherheit hinsichtlich der zu erwartenden Gewinne sowie der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung haben einige Unternehmen ihre Guidance angepasst oder gar für das ganze Jahr zurückgezogen. Dies war insbesondere beim stark betroffenen Industriesektor der Fall. Unternehmen aus der Gesundheitsbranche haben grösstenteils weder ihre Guidance angepasst, noch diese zurückgezogen.

## V. Wie können M&A Transaktionen dennoch abgewickelt werden

Basierend auf den oben erwähnten Beobachtungen und den aus der COVID-19 Pandemie resultierenden Veränderungen und Herausforderungen konnte man einige best-practices und Anpassungen in den Transaktionsprozessen entwickeln, welche zur erfolgreichen Abwicklung und zum erfolgreichen Abschluss der M&A Transaktionen in dieser Zeit beitragen konnten:

## **1. Marketing**

Besonders in der Anfangsphase der Pandemie hat sich herausgestellt, dass mehr Zeit fürs pre-marketing benötigt wird. Der Fokus liegt hierbei klar darauf, die „normalisierten“ Finanzkennzahlen zu ermitteln und Überlegungen zur Erholung der Gesellschaft nach COVID-19 (EBITDAC) anzustellen. Der Verkaufsprozess sollte dann erst nach einem „guten“ Quartal/Monat erfolgen.

## **2. Due Diligence**

Management Präsentationen finden aufgrund der Reise- und Gesundheitsbeschränkungen virtuell statt. Dies gilt auch für Due Diligence Sessions und Werksbesichtigungen, welche entweder zuvor aufgenommen wurden oder mit Hilfe von online Video Konferenz stattfinden. Aufgrund der fehlenden Möglichkeit der intensiven physischen Due Diligence gilt es erhöhte Datenraum-Ansprüche zu berücksichtigen.

## **3. Verhandlung**

Die erhöhte Unsicherheit hinsichtlich Bewertung und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung führt zu erhöhter Flexibilität in der Transaktionsstrukturierung. Gegenstand dessen ist unter anderem die Wahl des Bar vs. Aktienanteils, Earn-outs und andere Kaufpreisanpassungen, MAC Klauseln, sowie Warrants & Indemnities. Die Verhandlungen, welche in der Regel nur virtuell durchgeführt werden können, fokussieren sich dann auf die wesentlichen Punkte.

## **4. Abschluss**

In der finalen Phase muss dann mehr als sonst ein Abwägen des Preises im Verhältnis zu Abschluss-Sicherheit stattfinden. Erhöhte Beachtung sollte dann auch der Finanzierungssicherheit geschenkt werden.

## **5. Kreativität führt die Transaktionen über die Ziellinie**

Wie bereits erwähnt bedarf es erhöhter Flexibilität in der Transaktionsstrukturierung, um eine Einigung der relevanten Parteien erzielen zu können. Anbei die am häufigsten zielführenden Strukturen:

– **Share Deals**

*Beschreibung:* Firmenübernahmen, bei denen der Kaufpreis durch eigene Aktien bezahlt wird.

*Vorteil:* Relative Bewertungsbasis für beide Unternehmen. Keine Cash / Debt Finanzierung erforderlich (aber möglicherweise Change of Control waiver für bestehende Finanzierungen).

– **Earn-out**

*Beschreibung:* Zusätzliche Entschädigung bei Erreichung von bestimmten finanziellen Zielen.

*Vorteil:* Verkäufer könnten längere Earn-Out-Perioden bevorzugen, in welchen sich die Marktbedingungen über die Zeit hinweg stabilisieren können.

– **Teilverkauf**

*Beschreibung:* Verkäufer behält einen Anteil (z.B. 20%) am zu verkaufenden Unternehmen.

*Vorteil:* Verkäufer haben die Möglichkeit sofort eine gewisse Liquidität zu sinken, während sie später in einer „normaleren“ Welt von einem Aufwärtspotenzial beim Verkauf des Restanteils profitieren können.

– **PIPE**

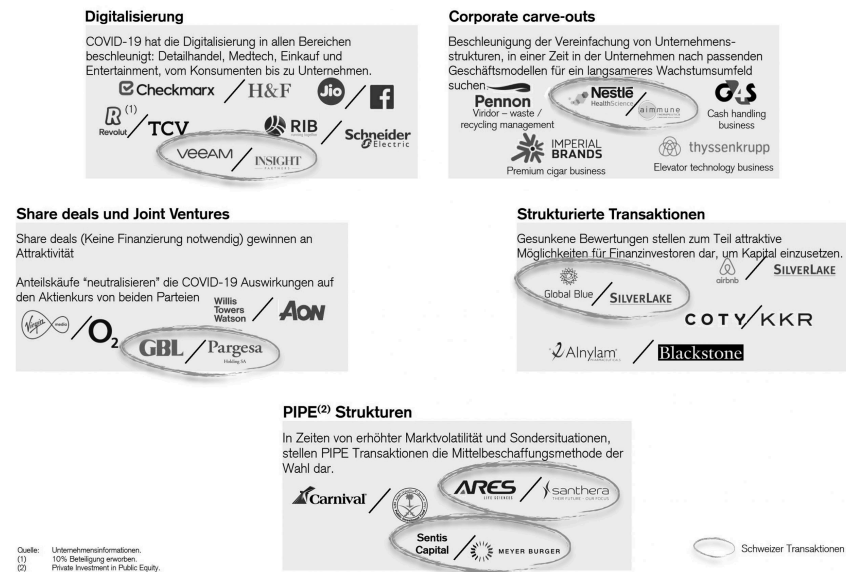
*Beschreibung:* PIPE Transaktionen beinhalten den Verkauf von kotierten Aktien oder wandelbaren Wertpapieren an private Investoren.

*Vorteil:* Raschere Kapitalbeschaffung möglich (je nach verfügbarem genehmigten Kapital). Die Transaktionskosten fallen geringer aus als über den Markt, Aber: Pflichtangebotsthematik.

– **Vendor Loan**

*Beschreibung:* Verkäufer gewährt Darlehen, welches Nachrangig zu restlichen Verschuldung ist.

*Vorteil:* Unterstützt Finanzierung des Käufers wenn Liquidität für Verkäufer nicht im Vordergrund steht.



Grafik 7: Was sich in der Krise bewährt hat

Grafik 7 zeigt einen Überblick über Sektoren sowie Transaktionsstrukturen, welche sich trotz COVID-19 Pandemie durchsetzen konnten. Die Coronavirus-Pandemie treibt Innovation, Kreativität und Digitalisierungsprozesse. Vor allem der Technologiesektor hat tendenziell von einer Beschleunigung der Digitalisierung von Unternehmen durch die Krise profitiert. Des Weiteren konnte eine erhöhte Anzahl von strukturierten Transaktionen (der Einstieg von Private Equity Investor Silver Lake beim Online-Wohnungsvermittler Airbnb über eine Kombination von Eigen- und Fremdkapital) sowie Joint Ventures und PIPE Transaktionen beobachtet werden. Ebenso konnten vermehrt corporate carve-outs beobachtet werden, um Unternehmensstrukturen zu vereinfachen und die jeweiligen Geschäftsmodelle anzupassen. Im Zuge der COVID-19 Pandemie haben vor allem share deals an Attraktivität gewonnen, da keine Finanzierung notwendig ist.

## VI. Fazit, Trends und Ausblick

### 1. Welche Erwartungen sind tatsächlich eingetroffen?

Im Verlauf der COVID-19 Pandemie haben sich einige der anfangs erwähnten Herausforderungen und Erwartungen bestätigt, wohingegen Andere noch nicht eingetreten sind bzw. aufgrund unterschiedlicher Massnahmen seitens Politik erst mit der Zeit bestätigt werden können.

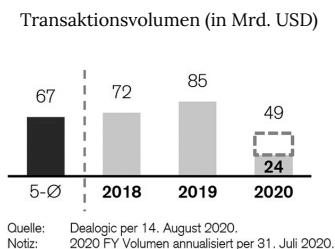
1. Beschleunigung der Konsolidierung im Bankensektor: **(√, Europa)**  
Die seit einigen Jahren an Bedeutung gewinnende Konsolidierung im europäischen Bankensektor hat sich durch COVID-19 weiter beschleunigt. Neben der Übernahme der italienischen Unione di Banche Italiane (UBI) durch Intesa Sanpaolo gab es einige Fusionsgerüchte anderer europäischer Banken. In der Schweiz wurde noch keine grössere Transaktion im Bankensektor angekündigt.
2. Steigende Anzahl an „Public to Private“ (P2P) Transaktionen: **(~)**  
In den H1 2020 konnte eine erhöhte Anzahl an P2P Transaktionen beobachtet werden. Aufgrund der grossen Preisverwerfungen an den Aktienmärkten und des Liquiditätsbedarfs der kotierten Unternehmen haben viele Finanzinvestoren die Gelegenheit für einen günstigen Einstieg genutzt.
3. Erhöhte Aktivität von Finanzinvestoren: **(√)**  
Während die Zinssätze nach wie vor historisch niedrig sind und viele Finanzinvestoren nach wie vor auf hohen Mengen von Barreserven sitzen, boten die niedrigen Bewertungen und die Preisverwerfungen am Kreditmarkt attraktive Investitionsmöglichkeiten. Insbesondere in dem Segment der kotierten Aktien und Anleihen führte dies zu erhöhten Engagements von Finanzinvestoren.
4. Steigendes Interesse an Private Investment in Public Equity (PIPE): **(√)**  
Die erhöhte Volatilität an den Aktienmärkten verursacht durch Unsicherheiten an den Aktienmärkten hat zu einer erhöhten Beliebtheit von PIPE Transaktionen zur Mittelbeschaffungsmethode geführt. Ein Beispiel hierfür ist die Investition von Sentis Capital in Meyer Burger Technology im Zuge einer Kapitalerhöhung sowie Advents Einstieg bei Dufry ebenfalls im Zusammenhang mit einer Kapitalerhöhung.
5. Zunahme Aktionärsaktivismus: **(~)**  
Infolge der grossen Preisverwerfungen an den Aktienmärkten kam es zu erhöhter Aktivität von Aktivistenfonds. Der Fokus lag hierbei vor allem auf

Unternehmen mit grosser Marktkapitalisierung. Im Schweizer Markt konnte dies bei den Unternehmen MCH Group und Aryzta beobachtet werden, bei denen aktivistische Investoren Einfluss auf die Unternehmensstrategie ausgeübt haben.

6. Vermehrte Anzahl von Zwangsverkäufen: (~)  
 COVID-19 hat in einigen der stark betroffenen Sektoren aufgrund des starken Nachfrageeinbruchs sowie erhöhter Liquiditätsnachfrage zu potenziellen Zwangsverkäufen führt. Dies hat sich jedoch nicht materialisiert und insbesondere in der Schweiz konnten diesbezüglich kaum solche Transaktionen beobachtet werden.
7. Hohe Wahrscheinlichkeit von Transaktionsabbrüchen: (x)  
 Aufgrund der erhöhten Unsicherheit hinsichtlich Bewertung und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ist es schwierig eine Einigung zu erzielen. Im Schweizer Markt ist es zu keinen materiellen Transaktionsabbrüchen gekommen.

## 2. M&A Trends in der Schweiz und wichtigen Industrien

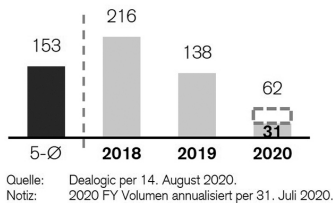
### Schweiz



Angesichts der niedrigen Bewertungen von Schweizer Unternehmen infolge der Pandemie, leitete das Schweizer Parlament auch eine Diskussion darüber ein, wie strategisch-relevante Schweizer Unternehmen vor ausländischen Übernahmen geschützt werden können. In Q3 wurde die Übernahme von Sunrise Communications durch Liberty Global, der Eigentümerin von UPC, bekanntgegeben. Dies ist die erste grosse Transaktion im Schweizer Markt seit Ausbruch der COVID-19 Krise.

## Gesundheit

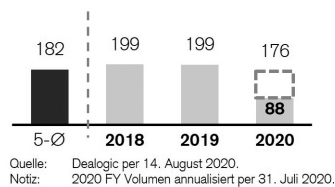
Transaktionsvolumen (in Mrd. USD)



Dienstleistungsunternehmen weisen eine erhebliche Volatilität auf, wobei Versorgungsunternehmen am stärksten betroffen sind (z.B. nicht dringende Eingriffe sind stark zurückgegangen). Der Fokus hat sich auf das Liquiditätsmanagement verlagert (viele zogen die Kreditlinien). Die Pharmaindustrie hat ihre Bereitschaft gezeigt, Kapital für Lizenzgeschäfte einzusetzen, aber M&A-Transaktionen sind nach COVID-19 kaum aufgetreten.

## Finanz

Transaktionsvolumen (in Mrd. USD)

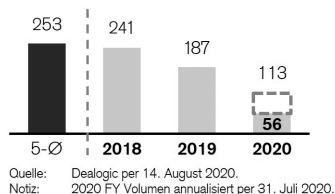


H1 Volumen bleiben im Vergleich zum Vorjahr hoch, und die M&A-Aktivitäten sowie der Dialog im Sektor bleiben während COVID-19 aktiv. Konsolidierung wird das Hauptthema in allen Teilsektoren sein; Keine größeren Auswirkungen auf die Solvenz Quote, aber eine signifikante Auswirkung auf die Gewinn- und Verlustrechnung; Gewinner vs. Verlierer -Geschäftsmodelle werden sich herausbilden und dies wird zu einer

Marktkonsolidierung führen (Deutschland, Spanien und Italien z.B. Intesa/UBI). Flexibilität bei der Regulierung ermöglicht den Beginn der grenzüberschreitenden Konsolidierung 2021/2022.

## Industrie

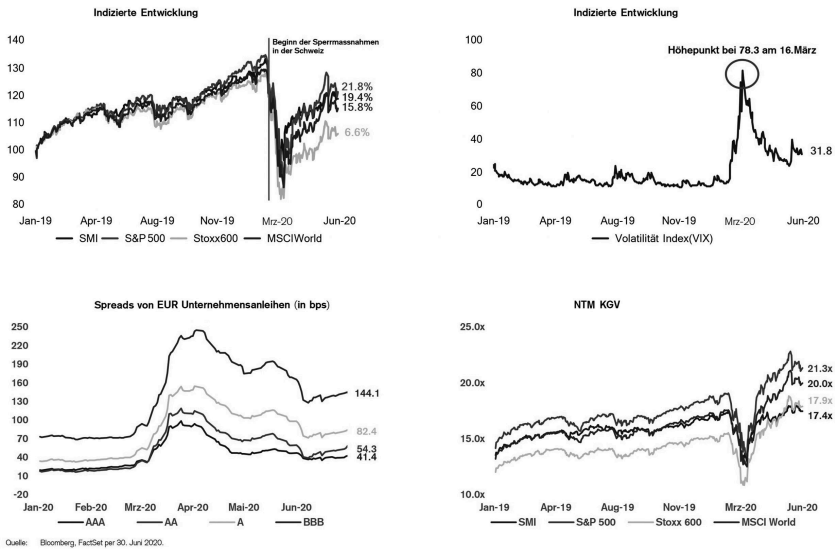
Transaktionsvolumen (in Mrd. USD)



Die Auswirkungen des COVID-19-Ausbruchs variieren je nach vertikaler Ausrichtung und Endmärkten. Luft- und Raumfahrt, Automobil- und energiebezogene Sektoren sind am stärksten betroffen. Die Segmente Gebäudetechnik und Industrieautomation haben sich als widerstandsfähig erwiesen.

Unternehmen konzentrierten sich auf den Erhalt von, sowie den Zugang zu, zusätzlicher Liquidität. Nach einer anfänglichen Unterbrechung der Lieferkette wird ein erheb-

licher Nachfragerückgang erwartet. Kurzfristige Geschäftsaktivitäten umfassen hauptsächlich die Konsolidierung der Lieferketten (entweder horizontal oder vertikal) und die Veräußerung von nicht zum Kerngeschäft gehörenden Vermögenswerten.



Grafik 8: Marktentwicklung positiv für M&A Transaktionen

Grafik 8 zeigt die Marktentwicklung der Aktienindizes sowie Marktvolatilität, Anleienspreads und das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) der nächsten 12 Monate in historischer Zeitreihe.

Die Indizes fielen von ihrem Allzeithoch aufgrund der globalen COVID-19 Pandemie, bevor sie im April eine erstaunliche Erholung erlebten. Dementsprechend haben sich die Volatilitätsniveaus normalisiert, bleiben aber auf einem relativ hohen Niveau, was die vorherrschende Unsicherheit auf den Märkten widerspiegelt. Trotz des unsicheren wirtschaftlichen Ausblicks sind Finanzierungsmöglichkeiten über den Kapitalmarkt wieder für alle Ratingkategorien vorhanden, nachdem die Spreads der Unternehmensanleihen Ende März/Anfang April in die Höhe geschossen sind und nur beschränkt Finanzierungen ermöglichten. Nach einem starken Einbruch des Kurs-Gewinn-Verhältnis Mitte



März wurden die Gewinnerwartungen angepasst und führten zu Bewertungen auf Rekordniveau trotz Unsicherheit hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten.

## VII. Ausblick

- M&A Aktivität hat in den letzten Monaten wieder zugenommen und grosse Transaktionen, die schon vor der Krise in der Planung waren, kommen zum Abschluss
- Grössere Verkaufsprozesse werden erst auf der Basis eines „guten“ Quartals/Monats starten und der Bewertungsfokus wird sich auf 2021 abstützen
- In von der Krise weniger betroffenen Branchen sind Bar- Transaktionen möglich, bei anderen Branchen erwarten wir mehr strukturierte Transaktionen
- Erhöhte Due Diligence Anforderungen aufgrund der Krise und der vornehmlich virtuellen Kommunikation



## Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

- Band 208      **Die aktienrechtliche Sanierung**  
11. Tagung Sanierung und Insolvenz von Unternehmen – Tagungsband 2020  
THOMAS SPRECHER (Hrsg.), mit Beiträgen von Marc Bernheim, Sikander von Bhicknapahari, Gaudenz Geiger, Oliver Kälin, Livia Keller, Brigitte Knecht, Giorgio Meier-Mazzucato, Reto Schiltknecht, 2021 – CHF 39.90.
- Band 209      **Jahrbuch Wirtschaftsrecht Schweiz – EU**  
Überblick und Kommentar 2020/2021  
ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Tobias Baumgartner, André S. Berne, Alexander Brunner, Balthasar Denger, Janick Elsener, Jana Fischer, Thomas Geiser, Ulrike I. Heinrich, Helmut Heiss, Isabel Höhener, Brigitta Kratz, Violeta Kuzmanovic, David Mamane, Michael Mayer, Peter Rechsteiner, René Schreiber, Kurt Siehr, Stefan Sulzer, Wesselina Uebe, Andreas R. Ziegler, Laura P. Zilio, 2021 – CHF 49.90.
- Band 210      **Innovation und Disruption: Sanierungen, Exits, LIBOR-Ablösung und Blockchain**  
16. Tagung zu Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen – Tagungsband 2020  
THOMAS U. REUTTER, THOMAS WERLEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Sophie Bastardo, Anna Capaul, Hans-Jakob Diem, Benjamin Leisinger, Daniel Raun, Patrick Schärli, Urs Schenker, Christian Schmid, Cornelia Stengel, Stefan Tränkle, Christoph Vonlanthen, 2021 – CHF 39.90.
- Band 211      **Current Challenges of European Integration**  
12<sup>th</sup> Network Europe Conference, 9 – 10 November 2020  
TOBIAS BAUMGARTNER, ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Beiträgen von André S. Berne, Jelena Ceranic Perisic, Viorel Cibotaru, Alex de Ruyter, Ivana Kunda, Tobias Lock, Lee McGowan, Peter Christian Müller-Graff, Tatjana Muravska, Attila Vincze, 2021 – CHF 39.90.
- Band 212      **Schwachstelle Mensch – Prävention gegen alte und neue Formen der Kriminalität**  
12. Zürcher Präventionsforum – Tagungsband 2021  
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, ROLF NÄGELI (Hrsg.), mit Beiträgen von Stefan Giger, Oliver Hirschi, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Rutger Leukfeldt, Mirjam Loewe-Baur, Nora Markwalder, Rick van der Kleij, Steve G.A. van der Weijer, Susanne van't Hoff-de Goede, 2022 – CHF 39.90.
- Band 213      **Hotspots des Sanierungsrechts**  
12. Fachtagung zur Sanierung und Insolvenz von Unternehmen – Tagungsband 2021  
THOMAS SPRECHER (Hrsg.), mit Beiträgen von Linus Cathomas, Hubert Gmünder, Daniel P. Oehri, Marina Schwizer, Roman Sturzenegger, Alexander von Jeinsen, 2022 – CHF 39.90.

- Band 214 **Jahrbuch Wirtschaftsrecht Schweiz – EU**  
 Überblick und Kommentar 2021/2022  
 ANDREAS KELLERHALS/TOBIAS BAUMGARTNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Hansjürg Appenzeller, Tobias Baumgartner, Benjamin Bergau, André S. Berne, Eliane Braun, Alexander Brunner, Janick Elsener, Jana Fischer, Thomas Geiser, Ulrike I. Heinrich, Vanessa Isler, Brigitta Kratz, David Mamane, Michael Mayer, Peter Rechsteiner, René Schreiber, Stefan Sulzer, Dirk Trüten, Wesselina Uebe, Andreas R. Ziegler, Laura P. Zilio, 2022 – CHF 49.90.
- Band 215 **Europa in turbulenten Zeiten**  
 Referate zu Fragen der Zukunft Europas 2020/21  
 ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Referaten von Jean Asselborn, Tatevik Baghdassarian, Michel Barnier, Paul Bulcke, Bundesrat Ignazio Cassis, Michail Chodorkowski, Prof. Kathleen Claussen, Dr. Henri Gétaz, Bundesverfassungsrichter Prof. Dr. Peter M. Huber, Prof. Michael Ignatieff, Prof. Dr. Günter Krings, Dr. Romeo Lacher, S.D. Erbprinz Alois von und zu Liechtenstein, Michel M. Liès, Petros Mavromichalis, Prof. Dr. Nils Melzer, Ambassador Jacques Pitteloud, Hon. Jed S. Rakoff, Dr. Norbert Riedel, Dr. Artem Rybchenko, 2022 – CHF 49.90.
- Band 216 **30 Jahre Europa Institut an der Universität Zürich**  
 Auswahl öffentlicher Vorträge aus den letzten 30 Jahren  
 ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Referaten von Hon. Samuel Alito, Lord Paddy Ashdown, Hon. Ruth Bader Ginsburg, The Rt Hon John Bercow MP, The Rt Hon Tony Blair, Zoran Djindjic, Dr. Andrzej Duda, Joachim Gauck, Dr. Peter Gauweiler, Dr. Hans-Dietrich Genscher, Valéry Giscard d'Estaing, Dr. Gregor Gysi, Jean-Claude Juncker, Dr. Helmut Kohl, Prof. Dr. Norbert Lammert, Enrico Letta, Michel M. Liès, Friedrich Merz, Adolf Muschg, Jean-Claude Trichet, Lord Christopher Patten of Barnes, Prof. Dr. Romano Prodi, Hon. Jed S. Rakoff, Anders Fogh Rasmussen, Mark Rutte, Hon. Antonin Scalia, Herman Van Rompuy, Fürst Hans-Adam II. von und zu Liechtenstein, Dr. Richard Freiherr von Weizsäcker, Prof. Dr. Andreas Voßkuhle, 2022 – CHF 49.90.
- Band 217 **Gefährdung durch psychisch auffällige Personen**  
 Fachtagung Bedrohungsmanagement – Tagungsband 2021  
 CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Lorenz Biberstein, Reinhard Brunner, Ladina Cavelti, Elmar Habermeyer, Corinne Kauf, Werner Schmid, Catharina Schmidt, Daniel Treuthardt, Andreas Werner, Ruedi Winet, 2022 – CHF 39.90.
- Band 218 **Jugendliche und junge Erwachsene im urbanen Umfeld als Fokus der Kriminalprävention**  
 13. Zürcher Präventionsforum – Tagungsband 2022  
 CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, ROLF NÄGELI (Hrsg.), mit Beiträgen von Dirk Baier, Thomas Hestermann, Nicole Holderegger, Bernadette Schaffer, Martina Schneider, Simone Walser, Michael Wirz, Sven Zimmerlin, 2022 – CHF 39.90.
- Band 219 **Aktuelle Herausforderungen und Entwicklungen des Konzernrechts**  
 Tagung zu Konzernrecht – Tagungsband 2020  
 ALEXANDER VOGEL (Hrsg.), mit Beiträgen von Christoph B. Bühler, Thomas Geiser, Lukas Glanzmann, Karl Hofstetter, Alexander Vogel, 2022 – CHF 39.90.

## Weitere Publikationen und Monografien

### **Begegnungen**

Beiträge von Assistierenden zum 50. Geburtstag von Thomas Gächter

KERSTIN NOËLLE VOKINGER, MATTHIAS KRADOLFER, PHILIPP EGLI (Hrsg.), mit Beiträgen von Matthias Appenzeller, Meret Baumann, Petra Betschart-Koller, Brigitte Blum-Schneider, Caroline Brugger Schmidt, Danka Dusek, Philipp Egli, Martina Filippo, Maya Geckeler Hunziker, Kaspar Gerber, Sarah Hack-Leoni, Silvio Hauser, Matthias Kradolfer, Michael E. Meier, Eva Slavik, Jürg Marcel Tiefenthal, Dania Tremp, Thuy Xuan Truong, Dominique Vogt, Kerstin Noëlle Vokinger, 2021 – CHF 49.90/39.90.

### **«Vielfalt in der Einheit» am Ende?**

JÜRIG MARCEL TIEFENTHAL, 2021 – CHF 54.90.

### **Kommentar zur Schaffhauser Verwaltungsverwaltungspflege**

Verwaltungsrechtspflegegesetz (VRG) – Justizgesetz (JG)

KILIAN MEYER, OLIVER HERRMANN, STEFAN BILGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Andreas Baeckert, Cristina Baumgartner-Spahn, Stefan Bilger, Susanne Bollinger, Nina Dajcar, Alfons Fratschöl, Natalie Greh, Nicole Heingärtner, Oliver Herrmann, Natascha Honegger, Basil Hotz, Beat Keller, Arnold Marti, Kilian Meyer, Beatrice Moll, Alexander Rihs, Christian Ritzmann, Patrick Spahn, Beat Sulzberger, Daniel Sutter, Nihat Tektas, Konrad Waldvogel, Dina Weil, 2021 – CHF 79.00/99.00.

### **Geltungsbereich des Kollektivanlagenrechts**

THOMAS JUTZI, DAMIAN SIERADZKI, 2022 – CHF 39.90/59.90.

### **25 Jahre Kartellgesetz – ein kritischer Ausblick**

HENRIQUE SCHNEIDER, ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Beiträgen von Jean-Pierre Bringen, Daniel Emch, Andreas Kellerhals, Pranvera Këllezi, Laura Müller, Cristina Schaffner, Henrique Schneider, Markus Saurer, Anne-Cathrine Tanner, Nina Zosso, 2022 – CHF 39.90/59.90.

### **Der Empfang der Sakramente der Busse, der Eucharistie oder der Krankensalbung durch katholische Gläubige in einer nichtkatholischen Kirche oder kirchlichen Gemeinschaft**

Rechtsgeschichtliche Entwicklung der kanonischen Normen

ANDREA G. RÖLLIN, 2022 – CHF 39.90/59.90.

### **Recht und Evidenz in der Pandemie**

Juristische Analysen aus zwei Jahren der Covid-19-Bekämpfung

KASPAR GERBER, 2022 – CHF 39.90/59.90.

### **Der Beitritt der Schweiz zur Europäischen Union**

Voraussetzungen, Verfahren, Ausnahmen, Staatsleitung, Volksrechte

MATTHIAS OESCH, DAVID CAMPI, 2022 – CHF 49.90/69.90.

Führende Experten beleuchten aktuelle Rechts- und Praxisentwicklungen im Bereich der Unternehmensübernahmen und -zusammenschlüsse. Die Themen umfassen die Auswirkungen des neuen Aktienrechts auf M&A, die Non-Compete, Non-Solicitation und Retention Agreements, die in der Praxis hochrelevanten Aspekte der beruflichen Vorsorge in M&A-Transaktionen, einen Überblick über die weltweite Verbreitung und den Stand der Direktinvestitionskontrolle, die M&A-Entwicklung im Spannungsfeld von COVID-19 sowie die Ausstiegsmöglichkeiten aus bereits vereinbarten M&A-Transaktionen.

Mit Beiträgen von:

Nicolas Birkhäuser

Brice Bolinger

Hans-Jakob Diem

Dieter Gericke

Thomas Karg

Marcel Meinhardt

Frank Röhling

Franziska Stadtherr-Glättli

Marco Superina

Philippe A. Weber

ISBN 978-3-03805-538-9



9 783038 055389 >