



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

Herausgeber:
Hans-Jakob Diem

Mergers & Acquisitions – Aktuelle Entwicklungen in Recht und Praxis

24. Zürcher Konferenz zu Mergers & Acquisition
Tagungsband 2021



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

Herausgeber:
Hans-Jakob Diem

Mergers & Acquisitions – Aktuelle Entwicklungen in Recht und Praxis

24. Züricher Konferenz zu Mergers & Acquisitions
Tagungsband 2021



Mergers & Acquisitions – Aktuelle Entwicklungen in Recht und Praxis von Hans-Jakob Diem wird unter [Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/) lizenziert, sofern nichts anderes angegeben ist.

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

Herausgeber: Hans-Jakob Diem – Europa Institut an der Universität Zürich

Verlag: EIZ Publishing (eizpublishing.ch)

Produktion, Satz & Vertrieb: buchundnetz.com

ISBN:

978-3-03805-544-0 (Print – Softcover)

978-3-03805-545-7 (PDF)

978-3-03805-546-4 (ePub)

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-544>

Version: 1.00 – 20221118

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar: <https://eizpublishing.ch/publikationen/mergers-acquisitions-aktuelle-entwicklungen-in-recht-und-praxis/>.

Vorwort

Am 7. September 2021 führte das Europa Institut an der Universität Zürich (EIZ) unter meiner Leitung das vierundzwanzigste Seminar zum Thema Mergers & Acquisitions durch. Die Darstellungen befassten sich mit einer breiten Palette von aktuellen Themen aus der M&A-Praxis. Frank Gerhard und Patrick Schmidt beleuchten Special Acquisition Companies (SPACs) und De-SPAC-Transaktionen, die sich in den letzten Jahren international grosser Beliebtheit erfreuten, in der Schweiz bzw. unter Schweizer Recht bislang jedoch selten zu verzeichnen sind. Sodann vermittelt Alex Nikitine Tipps und Tricks für Verhandlungen in M&A-Transaktionen, die sich im Nachgang zur COVID-19-Pandemie spürbar verändert haben. Ferner stellen Daniel Aegerter und Lorenz Lehmann umweltrechtliche Aspekte in M&A-Transaktionen dar, welche gerade auch unter dem Stichwort ESG eine breitere Bedeutung erlangen und die Transaktionspraxis entsprechend beeinflussen. Schliesslich untersucht Hans-Jakob Diem die Entwicklungen im Recht der öffentlichen Kaufangebote der letzten fünf Jahre und fasst den neuesten Stand zusammen.

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 November 2022

Hans-Jakob Diem

Inhaltsübersicht

Öffentliche Kaufangebote – neueste Entwicklungen 9

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

SPAC ante portas: Schweizerische SPACs und De-SPAC-Transaktionen 49

Dr. iur. FRANK GERHARD, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei
Homburger AG, Zürich
MLaw PATRICK SCHMIDT, Rechtsanwalt, Homburger AG, Zürich

Verhandlungen in M&A-Transaktionen – Tipps und Tricks 125

Dr. iur. ALEX NIKITINE, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei
Walder Wyss AG, Zürich

Umweltrechtliche Aspekte in M&A-Transaktionen: EDD gestern – heute – morgen 165

DANIEL AEGERTER, Dipl. Umwelt-Natw. ETH, Ressortleiter Umwelt
Due Diligence und Compliance, Partner bei Ecosens AG, Wallisellen
lic. iur. LORENZ LEHMANN, Rechtsanwalt, Geschäftsführender Partner und
Präsident des Verwaltungsrates, Ecosens AG, Wallisellen

Öffentliche Kaufangebote – neueste Entwicklungen

Hans-Jakob Diem

Inhalt

I.	Einleitung	10
II.	Markt- und Rechtsentwicklungen	10
III.	Qualifikation als öffentliches Kaufangebot	13
IV.	Anpassung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen	15
1.	Ausgangslage	15
2.	Aktien-, arbeits- und vergütungsrechtliche Beurteilung	16
a)	Aktienrechtliche Beurteilung	16
b)	Arbeitsrechtliche Beurteilung	17
c)	Vergütungsrechtliche Beurteilung	17
3.	Übernahmerechtliche Beurteilung von Plananpassungen	19
a)	Gleichbehandlungsgrundsatz und Best Price Rule als massgebende Regeln	19
b)	Anpassung von Cash Boni und aktienbasierten Entschädigungen mit reinem Barausgleich	20
c)	Aufhebung von Sperrfristen bei gesperrten Aktien	20
d)	Beschleunigung von Vesting-Perioden und Aktienzuteilung bei Share Awards	20
e)	Umwandlung des Anspruchs auf Titellieferung in einen Anspruch auf Barausgleich	22
f)	Bei Tauschangeboten und gemischten Angeboten	23
g)	Prüfung durch die Prüfstelle; Bedingte Plananpassung	23
V.	„Fiduciary Out“ in Transaktionsvereinbarungen	24
VI.	Nachträgliches Opting-out und Opting-up	26
1.	Ausgangslage: Opting-out und Opting-up	26
2.	Gültigkeit von nachträglichen, vor 2012 eingeführten Opting-outs	27
3.	Mehrheit der Minderheit: Stimmberechtigte Aktionäre	28
4.	Mehrheit der Minderheit: Vertretene oder abgegebene Stimmen?	29
VII.	Ausnahmen von der Angebotspflicht	30
1.	Sanierungsausnahme	30
a)	Ausgangslage	31
b)	Voraussetzungen für eine Sanierungsausnahme	31
c)	Mögliche Auflage: Zeitliche Befristung der Ausnahme	33
d)	Tragweite und Rechtsbestand einer Sanierungsausnahme	34
e)	Sanierungsausnahme oder Opting-out bzw. Opting-up?	35

2.	Passives Durchschreiten zufolge Aktienrückkauf und Kapitalherabsetzung	36
3.	Vorübergehende Überschreitung zufolge Kapitalerhöhung	37
VIII.	Squeeze-out-Fusion und Best Price Rule	39
1.	Fragestellung	39
2.	Auffassung der UEK	40
3.	Lösungsansätze	41
IX.	Schlussfolgerungen	42
	Literaturverzeichnis	45

I. Einleitung

In dieser Reihe wurde vor vier Jahren letztmals über den damaligen Stand und die Entwicklungen im Übernahmerecht berichtet¹. Auch wenn der Schweizer Unternehmenskontrollmarkt in diesen vier Jahren keine Rekordstände an anoncierten Transaktionen vermelden konnte, so hat sich das Übernahmerecht bzw. die Übernahmepraxis seither dennoch in zahlreichen Punkten weiterentwickelt. Der vorliegende Beitrag beleuchtet die neuesten Entwicklungen.

II. Markt- und Rechtsentwicklungen

Betrachtet man die *Marktentwicklung* der letzten acht Jahre, so zeigt sich, dass der Übernahmemarkt während der Jahre 2014 bis 2019 auf mittlerem Niveau relativ konstant war. Durchschnittlich wurden in dieser Periode jährlich etwas mehr als fünf öffentliche Kaufangebote publiziert. Mit dem Ausbruch der COVID-19-Pandemie im Jahr 2020 brach der Markt, nicht überraschend, ein und verzeichnete lediglich zwei Angebote, wovon lediglich eines eine Kontrollübernahme darstellte². Aber auch im Folgejahr blieben die öffentlichen Kaufangebote abgesehen von einer nicht kontrollrelevanten Transaktion³ aus, was angesichts der Tatsache, dass der M&A-Markt im Jahr 2021 weltweit Re-

¹ Siehe den Beitrag von Müller et al. aus dem Jahr 2018.

² Bei der Kontrolltransaktion handelte es sich um die Übernahme der Sunrise Communications Group AG durch Liberty Global plc; siehe Verfügung 770/01 *Sunrise Communications Group AG* vom 26. August 2020. Das zweite Angebot des Jahres 2020 betraf eine Umstrukturierung ohne Kontrollwechsel; siehe Verfügung 756/01 *Pargesa Holding SA* vom 18. März 2020, sowie unter [VIII.](#) unten.

³ Siehe das öffentliche Kaufangebot der Cosmo Pharmaceuticals N.V. für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Cassiopea S.p.A vom 4. Oktober 2021. Die Anbieterin hielt bereits vor dem Angebot eine Mehrheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft; siehe Verfügung 796/01 *Cassiopea S.p.A.* vom 1. Oktober 2021.

kordstände erreichte, bemerkenswert ist. Immerhin zeichnet sich spätestens seit der markanten Korrektur der Börsen Ende 2021 und im ersten Halbjahr 2022 auch in der Schweiz eine signifikante Wiederbelebung des Übernahmengeschehens ab⁴. Relativ konstant blieben hingegen die Verfahren vor der Übernahmekommission (UEK) betreffend Bestehen bzw. Nichtbestehen der Angebotspflicht, einschliesslich der Gültigkeit eines Opting-out oder Opting-up, sowie bezüglich Ausnahmen von der Angebotspflicht. Von 2014 bis 2021 wurden pro Jahr im Schnitt vier bis fünf solcher Verfahren durchgeführt und durch die UEK beurteilt.

Mit Bezug auf die *übernahmerechtlichen Rechtsvorschriften* im FinfraG und den ausführenden Verordnungen waren in den letzten Jahren keine Änderungen zu verzeichnen. Im September 2020 hat die UEK ein neues *Rundschreiben Nr. 5 – Sanierungsausnahme/Sanierungskonzept der Zielgesellschaft* veröffentlicht, worauf weiter unten eingegangen wird⁵. Sodann hat die SIX Swiss Exchange per 1. Juli 2021 die revidierten Bestimmungen betreffend die *Ad hoc-Publizität* in Kraft gesetzt⁶. Die Revision beinhaltet zahlreiche Änderungen,

⁴ In der ersten Hälfte des Jahres 2022 wurden vier öffentliche Kaufangebote unterbreitet. Das Jahr startete fulminant mit dem Kontrollwechselangebot der CSL Limited an die Aktionäre der Vifor Pharma AG – mit einem Angebotspreis von rund USD 11.6 Mrd. handelt es sich um einen Megadeal. In der Folge wurden das öffentliche Kauf- und Teil-Tauschangebot der Liechtensteinischen Landesbank AG an die Aktionäre der Bank Linth LLB AG und das öffentliche Kaufangebot der GP Swiss Ltd. an die Aktionäre der Spice Private Equity AG veröffentlicht, beides Angebote, in welchen der Anbieter bereits Mehrheitsaktionär war und seine Beteiligung auf 100% ausbauen wollte. Schliesslich erfolgte kurz nach Jahresmitte das Kontrollwechselangebot von Fomento Económico Mexicano, S.A.B. de C.V. für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Valora Holding AG.

⁵ Siehe [VII.1.b\)](#) unten.

⁶ Siehe Issuers Committee Rundschreiben Nr. 1 – Revidierte Bestimmungen im Bereich der Ad hoc-Publizität und der Corporate Governance (IC-RS1) vom 10. März 2021, Rz. 1. Angepasst wurden namentlich das Kotierungsreglement (KR; Fassung vom 21. Oktober 2021) und die Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität (RLAhP; Fassung vom 10. März 2021). Ferner wurde der vormalige Kommentar zur RLAhP durch den Leitfaden der SIX Exchange Regulation AG betr. Ad hoc-Publizität vom 1. Oktober 2021 ersetzt (Leitfaden zur RLAhP, Fassung vom 21. März 2022).

die für die Transaktionspraxis jedoch nicht von spezifischer Bedeutung sind⁷. Hinzuweisen ist immerhin auf Präzisierungen im Bereich des *Bekanntgabenaufschubs*, der im Vorfeld öffentlicher Übernahmen bekanntlich regelmässig beansprucht wird⁸. Diesbezüglich wird verlangt, dass der Emittent über angemessene und nachvollziehbare interne Regelungen oder Prozesse verfügt, welche die Vertraulichkeit während des Bekanntgabenaufschubs sicherstellen und namentlich gewährleisten, dass vertrauliche Informationen nur an Personen weitergegeben werden, die diese zur Wahrnehmung der ihnen übertragenen Aufgaben benötigen („need to know-Prinzip“)⁹. Empfohlen wird, diese Prozesse und Regelungen in einem *schriftlichen Reglement* festzuhalten¹⁰. Des Weiteren wird gefordert, den elektronischen und physischen Zugang zu den vertraulichen Informationen zu beschränken, von den involvierten Personen (vorzugsweise schriftliche) Vertraulichkeitserklärungen einzuholen und eine Insiderliste zu führen¹¹. Diese Vorkehrungen entsprechen bereits der gängigen Praxis¹².

⁷ Die Änderungen betreffen im Wesentlichen die redaktionelle Anpassung des Begriffs der Kursrelevanz (Abschaffung von „potenziell“; Art. 53 Abs. 1 KR) und des „verständigen“ (anstelle „durchschnittlichen“) Marktteilnehmers (Art. 53 Abs. 1^{bis} KR); die weitgehende Abschaffung der „Per se“-Tatbestände (Art. 4 Abs. 2 RLAP; siehe aber Art. 49 f. KR betreffend Geschäfts- und Zwischenbericht); die Pflicht, Ad hoc-Mitteilungen mit Hinweis auf Art. 53 KR explizit als solche zu bezeichnen („Flagging“; Art. 53 Abs. 2^{bis} KR und Art. 7 RLAP); die Pflicht zur Führung eines chronologischen Verzeichnisses (Art. 9 Abs. 1 RLAP); die ausschliessliche Verwendung der elektronischen Meldeplattform Connexor Reporting für die Übermittlung an die SIX Swiss Exchange (Art. 12a RLAP); sowie die Pflicht, im Geschäftsbericht Angaben zu generellen Handelssperrzeiten zu machen (Anhang Ziff. 10 RLCG).

⁸ Siehe dazu Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 133 ff.; ferner Leitfaden zur RLAP, Rz. 197, wonach Fusionsgespräche zu den typischen Anwendungsfällen von Art. 54 KR gehören.

⁹ Art. 54 Abs. 2 KR.

¹⁰ Leitfaden zur RLAP, Rz. 196.

¹¹ Leitfaden zur RLAP, Rz. 195 f.

¹² Siehe Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 140.

III. Qualifikation als öffentliches Kaufangebot

Zuweilen ist unsicher, ob eine beabsichtigte Transaktion als öffentliches Kaufangebot im Sinne des Gesetzes gilt und folglich unter die Übernahmeregelung fällt. Bestehen diesbezüglich Zweifel, kann die Frage vorgängig der UEK zur Beurteilung vorgelegt werden, um Rechtssicherheit zu erlangen¹³.

Jüngst stellte sich im Zusammenhang mit der *Einführung einer Einheitsaktie* die Frage, ob die geplante Transaktion als öffentliches Kaufangebot zu betrachten ist. Im Fall *Vetropack Holding*¹⁴ beabsichtigte die Gesellschaft, ihre nicht kotierten Stimmrechtsaktien, die rund 80% der Stimmrechte und 44% des Kapitals ausmachten, in kotierte Stammaktien umzuwandeln. Zu diesem Zweck wollte sie den 31 Aktionären, welche die Stimmrechtsaktien hielten, anbieten, diese gegen Stammaktien umzutauschen. Geplant war, mit den Stimmrechtsaktionären das persönliche Gespräch zu suchen und mit jedem interessierten Aktionär oder auch mehreren zusammen einen Vertrag über den Umtausch auszuhandeln und abzuschliessen.

Das Gesetz definiert den Begriff des öffentlichen Kaufangebots in Art. 2 lit. i FinfraG. Danach gelten als öffentliche Kaufangebote Angebote zum Kauf oder Tausch von Aktien, Partizipations- oder Genussscheinen oder von anderen Beteiligungspapieren (Beteiligungspapiere), die sich öffentlich an Inhaberinnen und Inhaber von Aktien oder von anderen Beteiligungspapieren richten.

Im vorliegenden Fall war unstrittig, dass Vetropack den Stimmrechtsaktionären ein Angebot i.S.v. Art. 2 lit. i FinfraG unterbreiten wollte, zumal der Begriff übernahmerechtlich weit ausgelegt wird¹⁵. Ebenfalls war offensichtlich, dass sich das Angebot auf *Beteiligungspapiere*, nämlich die Stimmrechtsaktien, richtet. Dass diese nicht kotiert waren, ist für die Anwendbarkeit der Übernahmeregelung irrelevant. Auch ein öffentliches Angebot ausschliesslich auf nicht

¹³ Grundlage für das Verfahren bildet Art. 61 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1). Die UEK verlangt darüber hinaus ein übernahmerechtliches Feststellungsinteresse, welches sie als gegeben erachtet, wenn für den Gesuchsteller eine direkte und aktuelle Unklarheit über die Rechtslage besteht, die mittels einer Feststellungsverfügung geklärt werden kann; siehe Verfügung 795/01 *Roche Holding AG* vom 4. November 2021 E. 1.

¹⁴ Siehe Verfügung 757/01 *Vetropack Holding AG* vom 25. Februar 2020.

¹⁵ Nach der Praxis der UEK stellt jede genügend konkrete Aufforderung, die bei den Inhabern der Beteiligungspapiere i.d.R. zur Abgabe von Annahmeerklärungen führt bzw. auf eine solche gerichtet ist, ein Angebot im übernahmerechtlichen Sinne dar; siehe Verfügungen 609/01 *SHL Telemedicine Ltd.* vom 14. Juli 2015 E. 2 Rz. 5 und 582/01 *Cosmo Pharmaceuticals SpA* vom 7. November 2014 E. 2; ferner Gericke/Wiedmer, Art. 9, N 27; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 18 ff.; Schenker, 213 ff., jeweils m.w.H.

kotierte Beteiligungspapiere, wie z.B. Mitarbeiteroptionen, stellt ein öffentliches Kaufangebot dar, sofern die Zielgesellschaft über eine andere Kategorie von kotierten Beteiligungspapieren verfügt¹⁶.

Damit ein Angebot zum Kauf oder Tausch von Beteiligungspapieren dem FinfraG untersteht, muss es schliesslich *öffentlich* sein, d.h. sich öffentlich an Inhaber von Beteiligungspapieren richten¹⁷. Allerdings definieren weder das Gesetz noch die ausführenden Verordnungen, wann ein Angebot als öffentlich zu betrachten ist¹⁸.

Nach einhelliger Lehre und der Praxis der UEK ist ein Angebot zum Kauf von Beteiligungspapieren zunächst stets dann als öffentlich zu qualifizieren, wenn es *in öffentlich zugänglichen Medien verbreitet* wird¹⁹. Ein auf Twitter in Aussicht gestelltes Angebot würde diesem Erfordernis z.B. genügen. Richtet sich ein Angebot hingegen an einen *begrenzten Adressatenkreis* und wird z.B. mittels Brief oder E-Mail zugestellt, ist für die Frage, ob ein öffentliches Angebot im übernahmerechtlichen Sinn vorliegt, auf die Grösse des Adressatenkreises und die weiteren Umstände, namentlich das Verhältnis der Angebotsempfänger untereinander, abzustellen. Die Kernfrage ist dabei, ob die Empfänger des Angebots in einer Verhandlungsposition stehen, oder ob sie – aufgrund der Grösse des Adressatenkreises und ihrem Verhältnis zueinander – das Angebot so, wie es unterbreitet wurde, nur annehmen oder ablehnen können²⁰. Gestützt auf diese Überlegungen hat die UEK in der Vergangenheit ein Schreiben an 80 Fachhändler oder ein individuelles Schreiben an 67 bis 87 Optionsbe-

¹⁶ Zum Geltungsbereich der Übernahmeregulierung siehe Art. 125 Abs. 1 des Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastrukturen-Gesetz, FinfraG, SR 958.1). Weder diese Bestimmung noch Art. 2 lit. i FinfraG setzt voraus, dass die Beteiligungspapiere, auf die sich das Angebot bezieht, kotiert sein müssen.

¹⁷ Art. 2 lit. i FinfraG.

¹⁸ Dies im Unterschied zum Finanzdienstleistungsgesetz, wonach ein „an das Publikum gerichtetes Angebot“ als öffentliches Angebot gilt (Art. 3 lit. h des Bundesgesetz über Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG, SR 950.1). Art. 3 Abs. 7 der Verordnung über die Finanzdienstleistungen vom 6. November 2019 (Finanzdienstleistungsverordnung, FIDLEV, SR 950.11) spezifiziert weiter, dass sich ein Angebot dann an das Publikum richtet, wenn es sich an einen unbegrenzten Personenkreis richtet. Siehe zum Ganzen SK FIDLEG-Bösch/Leisinger, Art. 3 lit. h, N 22 ff.

¹⁹ Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 25 m.w.H.; BSK FINMAG und FinfraG-Tschäni/Diem/Gaberthüel, Art. 2 lit. i, N 8; Schenker, 215 f.; Verfügung 757/01 Vetropack Holding AG vom 25. Februar 2020 E. 1.1 Rz. 2. Hinzufügen müsste man als weitere Voraussetzung, dass die Verbreitung mit dem Willen des Anbieters erfolgt oder von diesem mindestens geduldet wird.

²⁰ Siehe Verfügung 757/01 Vetropack Holding AG vom 25. Februar 2020 E. 1.1 Rz. 2 und 4.

rechtigte als öffentlich qualifiziert²¹. Im vorliegenden Fall Vetropack hingegen hat sie das Umtauschangebot an die 31 Stimmrechtsaktionäre (29 natürliche und zwei juristische Personen), welche familiär untereinander verbunden sind, sich persönlich kennen und daher problemlos koordinieren können, nicht als öffentliches Kaufangebot betrachtet²². Dementsprechend stellte die UEK fest, dass der von Vetropack geplante Aktientausch zwecks Einführung einer Einheitsaktie nicht unter die Übernahmeregulierung fällt.

IV. Anpassung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen

I. Ausgangslage

Publikumsgesellschaften verfügen regelmässig über *Short Term Incentive-Pläne* (STIP), d.h. auf ein Geschäftsjahr ausgerichtete, erfolgsabhängige Bonusregelungen meist mit Barentschädigung, sowie über *Long Term Incentive-Pläne* (LTIP), also längerfristig ausgelegte Beteiligungspläne mit Optionen, gesperrten Aktien, Anwartschaften (*Awards*) auf Aktien oder reinen *Cash Awards* (ohne physische Titellieferung). Auch die Mitglieder des Verwaltungsrates erhalten einen Teil ihres Honorars meistens in der Form von gesperrten Aktien²³. Im Zusammenhang mit einem öffentlichen Kaufangebot zwecks Übernahme der Kontrolle möchte der Anbieter stets sicherstellen, dass diese Pläne per Vollzugstag beendet werden und nach dem Vollzugstag keine Ansprüche oder Anwartschaften auf Aktien der Zielgesellschaft mehr bestehen, sodass er die Gesellschaft letztlich zu hundert Prozent kontrolliert. Aber auch aus Sicht der Zielgesellschaft und der planberechtigten Mitarbeiter besteht ein Interesse, dass die Aktien, Rechte und Anwartschaften unter den Plänen im Zusammenhang mit einem Kaufangebot nicht wertlos verfallen. Wie sich diese Ziele im Einzelfall realisieren lassen, hängt von den konkreten Umständen ab.

Sieht ein Mitarbeiterbeteiligungsplan für den Fall eines öffentlichen Kaufangebotes bereits eine Aufhebung bzw. Beschleunigung von Sperr- bzw. Ausübungsfristen (*Accelerated Vesting*), eine Umwandlung eines Anspruchs auf physische Titellieferung in Barausgleich (*Cash Settlement*) oder bei Optionen ein Rückverkaufsrecht zugunsten der Planteilnehmer vor, so kann der Anbieter

²¹ Siehe Empfehlungen 70/03 *Intersport PSC Holding AG* vom 11. August 2000 E. 1.4; 260/03 *Berna Biotech AG* vom 10. Februar 2006 E. 2.4.

²² Siehe 757/01 *Vetropack Holding AG* vom 25. Februar 2020 E. 1.2.

²³ Siehe z.B. die Zusammenfassung der Beteiligungspläne der Vifor Pharma AG in Verfügung 802/02 *Vifor Pharma AG* vom 14. Januar 2022 E. 5.2.3 Rz. 32.

oft von weiteren Vorkehrungen absehen²⁴. Enthält ein Mitarbeiterbeteiligungsplan hingegen keine oder unpassende Bestimmungen mit Blick auf eine Kontrollübernahme, so drängt es sich jedenfalls bei freundlichen Angeboten auf, dass die Zielgesellschaft den Plan in Absprache mit dem Anbieter anpasst. Hat die Zielgesellschaft schliesslich Mitarbeiteroptionen ausstehend, so kann der Anbieter diese Optionen erwerben, sei dies im Rahmen des Angebots durch Ausdehnung desselben auf die Optionen oder ausserhalb des Angebots²⁵.

Nachfolgend wird die Anpassung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen beleuchtet, die in der Praxis häufig vorkommt. Im Vordergrund stehen dabei die Aufhebung von Sperrfristen bei gesperrten Aktien, die Beschleunigung von Vesting-Perioden bei Share Awards, die Umwandlung des Anspruchs auf physische Titellieferung in einen Anspruch auf Barausgleich (*Cash Settlement*) sowie bei Optionen ein Rückverkaufsrecht zugunsten der Planteilnehmer. Im Zusammenhang mit solchen Plananpassungen stellen sich verschiedene Rechtsfragen aus aktien-, arbeits-, vergütungs- und insbesondere übernahmerechtlicher Sicht²⁶. Gerade im übernahmerechtlichen Bereich hat sich die Praxis in der jüngeren Vergangenheit erheblich weiterentwickelt.

2. Aktien-, arbeits- und vergütungsrechtliche Beurteilung

a) Aktienrechtliche Beurteilung

Zu prüfen ist, ob die Anpassung eines Mitarbeiterplanes mit der *aktienrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflicht des Verwaltungsrates* der Zielgesellschaft²⁷ vereinbar ist. Grundsätzlich ist die Frage zu bejahen, solange die Planänderung nicht dazu führt, dass der Anbieter den ins Auge gefassten oder bereits offerierten Angebotspreis zum Nachteil der Aktionäre reduziert, was selten vor-

²⁴ Gegebenenfalls ist die Best Price Rule auf die Anwartschaften und Ansprüche der Planteilnehmer nicht anwendbar, auch wenn die Zielgesellschaft in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handelt. Voraussetzung ist allerdings, dass der Plan nicht im Hinblick auf das fragliche Kaufangebot geändert oder ergänzt wurde; siehe Verfügung 630/01 *gategroup Holding AG* vom 19. Mai 2016 E. 5 Rz 22 m.w.H. Ähnliches gilt bei Tauschangeboten mit Blick auf die Pflicht des Anbieters, eine Baralternative vorzusehen; siehe Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 392.

²⁵ Darauf wird nachfolgend nicht eingegangen; siehe stattdessen Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 406 ff.

²⁶ Steuerfolgen werden hier nicht behandelt, sind in der Praxis aber selbstverständlich auch von Bedeutung.

²⁷ Art. 717 Abs. 1 des Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220).

kommen dürfte²⁸. Ferner sollte die Anpassung, also namentlich die Aufhebung von Sperrfristen oder die Beschleunigung von Vesting-Perioden, unter die Bedingung gestellt werden, dass der Anbieter die Kontrollmehrheit erlangt und das Angebot als zustande gekommen erklärt. Ansonsten bestünde das Risiko, dass wichtige Mitarbeiter nicht mehr an das Unternehmen gebunden sind und dieses verlassen, wenn die Übernahme scheitert, was nicht im Interesse der Zielgesellschaft läge.

b) Arbeitsrechtliche Beurteilung

Auch aus *arbeitsrechtlicher* Sicht dürfte die Änderung eines Mitarbeiterbeteiligungsplanes im Falle eines öffentlichen Kaufangebots für die betroffenen Mitarbeiter meistens vorteilhaft und daher mit Blick auf Art. 6 OR gültig sein²⁹. Dies trifft namentlich auf die Aufhebung von Sperrfristen oder die Beschleunigung von Vesting-Perioden zu, wird den Mitarbeitern dadurch doch ermöglicht, ihre gesperrten Aktien frühzeitig zu verkaufen bzw. ihre Anwartschaften frühzeitig zugeteilt zu erhalten und die dadurch erlangten Aktien unter dem Angebot anzudienen. Auch eine automatische Andienung der frei gewordenen Aktien oder ein Cash Settlement dürfte regelmässig im Interesse der Planteilnehmer liegen. Zwar werden die Mitarbeiter damit ihrer Option beraubt, die frei werdenden Aktien zu behalten und nicht in das Angebot anzudienen. Sofern das Angebot jedoch mit mehr als 50% der Stimmrechte zustande kommt, darf man im Sinne einer vermuteten Zustimmung davon ausgehen, dass ein Planteilnehmer seine Aktien ebenfalls andienen würde, anstatt auf einer kleinen und illiquiden Position „sitzen zu bleiben“.

c) Vergütungsrechtliche Beurteilung

Sofern Mitglieder des Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung der Zielgesellschaft von einer Plananpassung betroffen sind, ist zu prüfen, ob die vor-

²⁸ Zu den Gründen siehe Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 1046.

²⁹ Siehe Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 394.

gesehene Massnahme aus vergütungsrechtlicher Sicht als zulässig betrachtet werden kann³⁰. Im Vordergrund steht eine mögliche Qualifikation der Plananpassung als unzulässige Provision für Übernahmen³¹.

Soweit die Anpassung in einer *Beschleunigung von Ausübungs- oder Sperrfristen* für den Fall des Zustandekommens des Angebots besteht, stellt sie grundsätzlich keine verbotene Vergütung bzw. Provision dar³². Eine unzulässige Vergütung wäre nur dann anzunehmen, wenn die Plananpassung nicht unabhängig davon erfolgt, ob das Arbeitsverhältnis beendet wird, oder wenn die Beschleunigung bzw. Aufhebung der Sperrfrist zu einem Wertzuwachs der Aktien führt. Letzteres wäre der Fall, wenn bei der Zuteilung bzw. Genehmigung der Generalversammlung nicht der damalige Börsenkurs genehmigt wurde, sondern ein Abzug für die Sperrfrist vorgenommen worden wäre. Wurde hingegen kein Abzug vorgenommen oder wurde zwar ein Abzug vorgenommen, aber die Wahrscheinlichkeit des Wegfalls der Sperrfrist berücksichtigt, liegt kein unzulässiger Wertzuwachs vor³³. Ohne weiteres zulässig ist die wertneutrale Umwandlung eines Anspruchs auf physische Titellieferung in einen im Plan nicht vorgesehenen *Anspruch auf Barausgleich*. Auch hier findet kein Wertzuwachs statt.

Mit Bezug auf die *Aktienzuteilung unter leistungsbezogenen Instrumenten* wie namentlich *Share Awards* stellt sich zunächst die Frage, ob die Anzahl Aktien, die zugeteilt werden, *pro rata temporis* gekürzt werden muss, um der Beschleunigung der Vesting-Periode Rechnung zu tragen. M.E. ist dies nicht der Fall, denn den Planteilnehmern werden keine geldwerten Vorteile gewährt, die ihnen unter den Plänen (soweit in ungekündigter Stellung) am Ende der ordentlichen Vesting-Periode nicht zustehen würden³⁴. Umgekehrt würde eine *pro rata*-Zuteilung die planmässigen Ansprüche der Teilnehmer in ungerechtfertigter Weise verkürzen. Dementsprechend sehen die Equity Award-Pläne zahlreicher kotierter Gesellschaften im Falle eines Kontrollwechsels denn

³⁰ Bis zum 31. Dezember 2022 ist die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften vom 20. November 2013 (VegüV; SR 221.331) massgebend. Ab dem 1. Januar 2023 finden sich die Vorschriften in Art. 732 ff. nOR. Mit deren Inkrafttreten dürfte auch die Streitfrage, ob das Verbot von Übernahmeprämien auch auf die Übernahme der kotierten Gesellschaft selbst Anwendung findet, obsolet werden; zum Meinungsstreit unter der VegüV siehe z.B. GesKR-Komm. VegüV-Tschäni, Art. 20, N 18; PraxKomm. VegüV-Oser/Müller, Art. 20, N 138; BSK VegüV-Pöschel, Art. 20, N 116.

³¹ Art. 20 Ziff. 3 VegüV bzw. Art. 735c Ziff. 6 nOR.

³² GesKR-Komm. VegüV-Tschäni, Art. 20, N 24; BSK VegüV-Pöschel, Art. 20, N 118; PraxKomm. VegüV-Oser/Müller, Art. 20, N 146 i.V.m. N 88 ff.

³³ PraxKomm. VegüV-Oser/Müller, Art. 20, N 96; BSK VegüV-Pöschel, Art. 20, N 74.

³⁴ Auch übernahmerechtlich ist eine *pro-rata*-Kürzung nicht erforderlich; siehe [IV.3.d](#)) unten.

auch ein volles Vesting (d.h. ohne *pro rata*-Kürzung) vor. Des Weiteren fragt sich, wie die Anzahl der unter einem Share Award zu liefernden Aktien zu ermitteln ist, nachdem die zukünftige Performance der Zielgesellschaft bis zum Ablauf der ordentlichen Vesting-Perioden naturgemäss unbekannt ist. Unproblematisch ist, eine hundertprozentige Leistungserfüllung (*at target*) zugrunde zu legen. Die Lehre betrachtet selbst die Annahme der *maximalen Zielerreichung* für die Ermittlung der Anzahl der zuzuteilenden Aktien als vergütungsrechtlich grundsätzlich zulässig³⁵.

3. Übernahmerechtliche Beurteilung von Plananpassungen

a) Gleichbehandlungsgrundsatz und Best Price Rule als massgebende Regeln

Nach der Praxis der UEK werden Änderungen von aktien- und optionsbasierten Plänen, welche die Zielgesellschaft im Hinblick auf ein Angebot vornimmt, dem Anbieter zugerechnet, wenn die Zielgesellschaft in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handelt. Die Änderungen und die davon betroffenen Ansprüche und Beteiligungen gelten gegebenenfalls als *materiell vom Angebot mitumfasst*, weshalb zu prüfen ist, ob sie den übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz³⁶ und insbesondere die Best Price Rule³⁷ einhalten³⁸. Dies bedeutet umgekehrt, dass Plananpassungen, welche die Zielgesellschaft einseitig und ohne Absprache mit dem Anbieter vornimmt, übernahmerechtlich im Prinzip nicht zu beurteilen sind. Zu denken ist namentlich an unfreundliche Angebote. Dasselbe gilt für den Fall eines freundlichen Angebots, wenn eine Planänderung nicht im Hinblick auf das spezifische Kaufangebot erfolgte, sondern unabhängig davon vorgängig vorgenommen wurde³⁹.

³⁵ PraxKomm. VegüV-Oser/Müller, Art. 20, N 146.

³⁶ Art. 9 ff. UEV.

³⁷ Art. 10 UEV.

³⁸ Siehe z.B. Verfügungen 770/01 *Sunrise Communications Group AG* vom 26. August 2020 E. 5.2; 711/02 *CEVA Logistics AG* vom 25. Januar 2019 E. 6.3 Rz. 33; 678/02 *Goldbach Group AG* vom 28. Februar 2018 E. 2.1.1 Rz. 14; 624/03 *Syngenta AG* vom 29. April 2016 E. 1.2.2.

³⁹ Gegebenenfalls ist die Best Price Rule auf die Anwartschaften und Ansprüche der Plananteilnehmer nicht anwendbar, auch wenn die Zielgesellschaft in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter handelt. Voraussetzung ist allerdings, dass der Plan nicht im Hinblick auf das fragliche Kaufangebot geändert oder ergänzt wurde; siehe Verfügung 630/01 *gategroup Holding AG* vom 19. Mai 2016 E. 5 Rz 22 m.w.H. Ähnliches gilt bei Tauschangeboten mit Blick auf die Pflicht des Anbieters, eine Baralternative vorzusehen; siehe Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 392.

b) *Anpassung von Cash Boni und aktienbasierten Entschädigungen mit reinem Barausgleich*

Steht ein öffentliches Kaufangebot im Raum, ist zu entscheiden, ob der bestehende Short Term Incentive Plan angepasst werden soll, z.B. indem der Cash Bonus für das laufende Geschäftsjahr per Vollzug des Kaufangebots ermittelt und *pro rata* an die Bonusberechtigten ausgezahlt wird. Solche Anpassungen von Ansprüchen auf Geldzahlung werden *von der Best Price Rule nicht erfasst*, da es an einem relevanten Erwerb von Beteiligungspapieren oder Beteiligungsderivaten fehlt⁴⁰. Das gilt auch für aktienbasierte Ansprüche oder Anwartschaften unter Long Term Incentive-Plänen, die keine physische Titellieferung, sondern einen reinen Barausgleich vorsehen, d.h. reine Cash Awards oder Phantom Stocks. Auch die Anpassung von solchen Ansprüchen oder Anwartschaften auf Geldzahlung wird grundsätzlich von der Best Price Rule nicht erfasst und ist daher unproblematisch⁴¹. Immerhin bleiben jeweils Umgehungstransaktionen vorbehalten.

c) *Aufhebung von Sperrfristen bei gesperrten Aktien*

Im Zusammenhang mit einem öffentlichen Kaufangebot wird mit Bezug auf bereits zugeteilte, aber noch gesperrte Aktien von Mitarbeitern und Mitgliedern des Verwaltungsrates regelmässig vorgesehen, die Sperrfrist nach Ablauf der Angebotsfrist aufzuheben, sofern das Angebot zustande gekommen ist. Damit wird den Inhabern ermöglicht, diese Aktien während der Nachfrist unter dem Angebot anzudienen. Eine solche Aufhebung von Sperrfristen fällt nach der Praxis der UEK *nicht unter den Anwendungsbereich* des Gleichbehandlungsgrundsatzes und namentlich *der Best Price Rule*⁴² und ist daher unproblematisch.

d) *Beschleunigung von Vesting-Perioden und Aktienzuteilung bei Share Awards*

Equity oder Share Awards, oft Performance Share Units genannt, vermitteln den Berechtigten einen Anspruch auf den Bezug einer bestimmten Anzahl

⁴⁰ Siehe Verfügung 770/01 Sunrise Communications Group AG vom 26. August 2020 E. 5.6.

⁴¹ Siehe Verfügungen 823/01 Valora Holding AG vom 25. Juli 2022 E. 5.5.2; 678/02 Goldbach Group AG vom 28. Februar 2018 E. 2.4.1; 652/01 Actelion Ltd vom 14. Februar 2017 E. 6.2 Rz. 38; ferner Gericke/Wiedmer, Art. 10, N 10a.

⁴² Siehe Verfügungen 823/01 Valora Holding AG vom 25. Juli 2022 E. 5.2.1 und 5.2.3; 802/02 Vifor Pharma AG vom 14. Januar 2022 E. 5.2.4.2; 770/01 Sunrise Communications Group AG vom 26. August 2020 E. 5.3 und 5.7; 678/02 Goldbach Group AG vom 28. Februar 2018 E. 2.3; Gericke/Wiedmer, Art. 10, N 10a.

Aktien in der Zukunft, wenn gewisse langfristige Performance-Ziele, wie z.B. EBITDA- oder Equity Free Cash-Flow-Ziele, erreicht oder übertroffen werden. Typischerweise dauert die Vesting-Periode, nach welcher die Zielerreichung ermittelt wird, drei Jahre ab dem Zeitpunkt der Zuteilung der Awards. Werden die gesteckten Leistungsziele erreicht („at target“), erhalten die Berechtigten eine definierte Anzahl Aktien der Zielgesellschaft. Werden die Ziele verfehlt, sinkt die Zahl der zuzuteilenden Aktien, möglicherweise bis auf null. Werden die Ziele übertroffen, erhöht sich der Anspruch bis zu einer definierten maximalen Anzahl Aktien, die oft in Prozent des Grundanspruches (z.B. 200% der Zielerreichung) ausgedrückt wird.

Steht ein öffentliches Kaufangebot im Raum, werden die Vesting-Perioden der aktienbasierten Anwartschaften (*Equity Awards*) in aller Regel auf die Nachfrist oder den Vollzugstag hin *beschleunigt*. Wie bei gesperrten Aktien verletzt eine solche Beschleunigung von Vesting-Perioden nach der Praxis der UEK die Best Price Rule nicht, soweit die Regel überhaupt anwendbar ist⁴³. Dabei müssen die Anwartschaften nicht *pro rata temporis* gekürzt werden, auch wenn sie in zeitlicher Hinsicht aufgrund der Beschleunigung noch nicht „voll abgearbeitet“ wurden⁴⁴.

Sodann stellt sich die Frage, wie die Anzahl der unter einem Share Award zu liefernden Aktien zu ermitteln ist, nachdem die zukünftige Performance der Zielgesellschaft bis zum ordentlichen Ablauf der Vesting-Perioden naturgemäss unbekannt ist. In vielen Fällen wird die Zielerreichung „at target“ festgesetzt⁴⁵. In einem Fall hat die Zielgesellschaft die Anzahl der zu liefernden Aktien gestützt auf die tatsächliche Performance (EBITDA, Equity Free Cash-Flow) der Zielgesellschaft bis zum Ablauf der beschleunigten Vesting-Periode, linear extrapoliert auf die Zukunft, ermittelt. Die UEK hat in diesem Fall festgestellt, dass auch ein solches Vorgehen den Gleichbehandlungsgrundsatz bzw. die Best Price Rule nicht verletzt⁴⁶.

⁴³ Verfügungen 823/01 *Valora Holding AG* vom 25. Juli 2022 E. 5.2.4 Rz. 44; 770/01 *Sunrise Communications Group AG* vom 26. August 2020 E. 5.4 Rz. 34; 699/01 *Bank Cler AG* vom 31. Juli 2018 E. 5.1 Rz. 18; 678/02 *Goldbach Group AG* vom 28. Februar 2018 E. 2.2.1; 652/01 *Actelion Ltd* vom 14. Februar 2017 E. 6.2 Rz. 36 ff.; 638/03 *Charles Vögele Holding AG* vom 18. Oktober 2016 E. 5.2 Rz. 19.

⁴⁴ Verfügung 770/01 *Sunrise Communications Group AG* vom 26. August 2020 E. 5.4 Rz. 34.

⁴⁵ So z.B. im Fall der Übernahme der *Vifor Pharma AG* mit Bezug auf bestimmte Awards; siehe Verfügung 802/02 *Vifor Pharma AG* vom 14. Januar 2022 E. 5.2.4.3 Rz. 37.

⁴⁶ Verfügung 770/01 *Sunrise Communications Group AG* vom 26. August 2020 E. 5.5.

e) *Umwandlung des Anspruchs auf Titellieferung in einen Anspruch auf Barausgleich*

Um die Ansprüche von Planteilnehmern unter Share Awards oder Mitarbeiteroptionen nach Ablauf der Vesting-Periode zu befriedigen, besorgt sich die Gesellschaft die zu liefernden Aktien meistens auf rollierender Basis über die Börse. Solche Börsenkäufe sind im Vorfeld eines öffentlichen Kaufangebots insiderrechtlich problematisch und erhöhen nach der Annoncierung der Transaktion unnötigerweise die Komplexität und das Risiko von Fehlern (z.B. bezüglich der Best Price Rule). Daher werden die Planbestimmungen in vielen Fällen so angepasst, dass der Anspruch auf Titellieferung in einen Anspruch auf Barausgleich umgewandelt wird. Die Vesting-Perioden werden gegebenenfalls auf den Vollzugstag hin beschleunigt, und die Planteilnehmer erhalten am Vollzugstag anstelle von Aktien der Zielgesellschaft den darauf entfallenden Barbetrag.

Die Umwandlung des Anspruches auf Titellieferung in einen Anspruch auf Barausgleich ist i.d.R. unproblematisch. Nach der Praxis der UEK verletzt der Vorgang bei Anwartschaften auf Aktien (*Equity Awards*) oder (noch nicht fälligen) Ansprüchen auf aktienbasierte Entschädigung die Best Price Rule nicht, wenn der Betrag der Barzahlung den Angebotspreis pro Aktie nicht übersteigt⁴⁷. Bei Mitarbeiteroptionen, die „in the money“ sind, ist die Best Price Rule eingehalten, wenn der Betrag der Barzahlung die Differenz zwischen dem Angebotspreis und dem Ausübungspreis nicht übersteigt⁴⁸. Dasselbe gilt bei Optionen, die „out of the money“ sind, sofern der Betrag der Barzahlung den nach einer anerkannten Bewertungsmethode (Black-Scholes oder Binominalmodell) ermittelten Wert der Option nicht übersteigt⁴⁹. Eine zusätzliche Abgeltung entgangener Dividenden ist ebenfalls möglich, wenn dies im betreffenden Beteiligungsplan so vorgesehen ist⁵⁰. Für den Fall, dass während des Angebots eine (Sonder-) Dividende ausbezahlt werden soll, deren Abgeltung im Beteiligungs-

⁴⁷ Verfügungen 802/02 *Vifor Pharma AG* vom 14. Januar 2022 E. 5.2.4.3 Rz. 37; 770/01 *Sunrise Communications Group AG* vom 26. August 2020 E. 5.5; *Charles Vögele Holding AG* vom 18. Oktober 2016 E. 5.2 Rz 19; 624/03 *Syngenta AG* vom 29. April 2016 E. 1.3.2 Rz. 16; siehe auch Verfügung 726/03 *Panalpina Welttransport (Holding) AG* vom 28. Mai 2019 E. 5.2, worin bestätigt wurde, dass die Best Price Rule bei Umwandlung in Barausgleich anwendbar ist.

⁴⁸ Verfügung 678/02 *Goldbach Group AG* vom 28. Februar 2018 E. 2.1.2 Rz. 16.

⁴⁹ Verfügung 638/03 *Charles Vögele Holding AG* vom 18. Oktober 2016 E. 5.2 Rz. 20.

⁵⁰ Verfügung 770/01 *Sunrise Communications Group AG* vom 26. August 2020 E. 5.4 Rz. 36.

plan nicht vorgesehen ist, hat die UEK in der Vergangenheit Ausnahmen von der Best Price Rule gewährt, womit die Planteilnehmer mit den andienenden Aktionären finanziell gleichgestellt wurden⁵¹.

f) *Bei Tauschangeboten und gemischten Angeboten*

Besondere Aufmerksamkeit ist der Anpassung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen bei Tauschangeboten und gemischten Angeboten zu schenken. So hat die UEK in einem Fall festgehalten, dass die *Umwandlung* des Anspruchs auf physische Titellieferung, seien dies aktien- oder optionsbasierte Ansprüche, *in einen Anspruch auf Barausgleich* in einem Tausch- oder gemischten Angebot die Pflicht des Anbieters, eine *Baralternative* zu unterbreiten, auslöst, ohne dass eine Ausnahme davon erhältlich wäre⁵². Demgegenüber ist es mit Blick auf den Gleichbehandlungsgrundsatz und die Best Price Rule unproblematisch, wenn der Anbieter den Planteilnehmern offeriert, ihre gesperrten Aktien der Zielgesellschaft in gesperrte Aktien des Anbieters umzutauschen und eine Barkomponente (gemischtes Angebot) ebenfalls durch gesperrte Aktien des Anbieters ersetzen zu lassen (Roll-over)⁵³.

g) *Prüfung durch die Prüfstelle; Bedingte Plananpassung*

Die vom Anbieter zu beauftragende Prüfstelle muss in ihrem ersten Bericht zum Angebot bestätigen, dass die Best Price Rule eingehalten wurde⁵⁴. Zu diesem Zweck hat die Prüfstelle u.a. zu prüfen, ob die Änderung von Options- bzw. Aktienplänen mit der Best Price Rule in Einklang steht⁵⁵. Vor diesem Hintergrund empfiehlt es sich, die beabsichtigten Planänderungen und namentlich die konkreten Berechnungen frühzeitig mit der Prüfstelle aufzunehmen.

Ebenfalls ist zu empfehlen, die Planänderungen unter die Bedingung zu stellen, dass die UEK in ihrer Verfügung zum Angebot bestätigt, dass die Best Price

⁵¹ Siehe Verfügungen 802/02 *Vifor Pharma AG* vom 14. Januar 2022 E. 5.2.4.3 Rz. 40; 624/03 *Syngenta AG* vom 29. April 2016 E. 1.3.2 Rz. 17 ff. und E. 2; vgl. demgegenüber Verfügung 726/03 *Panalpina Welttransport (Holding) AG* vom 28. Mai 2019 E. 5.2, worin der Antrag auf Gewährung einer Ausnahme in anderem Zusammenhang abgelehnt wurde.

⁵² Verfügung 726/03 *Panalpina Welttransport (Holding) AG* vom 28. Mai 2019 E. 7. Siehe dazu die Kritik bei Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 404 und 409; ferner Gericke/Wiedmer, Art. 59, N 59 f. und Art. 9a, N 10 ff.

⁵³ Verfügung 639/01 *Looser Holding AG* vom 28. September 2016 E. 6 Rz. 29.

⁵⁴ Art. 28 UEV.

⁵⁵ Siehe z.B. Verfügung 699/01 *Bank Cler AG* vom 31. Juli 2018 E. 5.2 Rz. 19 f.

Rule eingehalten ist. Die entsprechende Bedingung sollte auch in der Transaktionsvereinbarung zwischen dem Anbieter und der Zielgesellschaft aufgenommen werden.

V. „Fiduciary Out“ in Transaktionsvereinbarungen

In freundlichen Kontrollwechseltransaktionen schliessen der Anbieter und die Zielgesellschaft vor der Voranmeldung regelmässig eine Transaktionsvereinbarung ab, worin sie ihre gegenseitigen Rechte und Pflichten im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot regeln⁵⁶. Darin verpflichtet sich die Zielgesellschaft u.a. typischerweise, das Angebot zur Annahme zu empfehlen, die Annahme nicht zurückzuziehen oder abzuändern sowie keine Drittangebote zu unterstützen⁵⁷. Diese Pflichten der Zielgesellschaft gelten allerdings nicht absolut. Vielmehr werden regelmässig Ausnahmen vorgesehen, die auch als *Fiduciary Out* bezeichnet werden⁵⁸. Sie erlauben es der Zielgesellschaft (bzw. ihrem Verwaltungsrat), einem Drittinteressenten unter bestimmten Voraussetzungen Informationen offen zu legen und mit ihm ein unverbindliches Angebot auszuhandeln, sowie im Falle eines verbindlichen, besseren Drittangebots die Unterstützung des Erstangebots zurückzuziehen, das Konkurrenzangebot zu unterstützen und die Transaktionsvereinbarung mit dem Erstanbieter zu beenden⁵⁹. In der Schweizer Transaktionspraxis hat sich bereits früh ein Marktstandard etabliert, wonach dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nur dann gestattet ist, von seiner Empfehlung des Erstangebots Abstand zu nehmen und eine Konkurrenzofferte zu unterstützen, wenn dies nach seinem pflichtgemässen Ermessen und nach Konsultation mit einem externen Rechtsanwalt erforderlich ist, um seine *Fiduciary Duties*, d.h. seine Sorgfalts- und Treuepflichten, zu erfüllen.

Soweit ersichtlich, hat die UEK erstmals im Jahr 2019 eine *Fiduciary Out*-Klausel aus übernahmerechtlicher Sicht beurteilt. Im Fall *Panalpina Welttransport* sah die Transaktionsvereinbarung vor, dass die Zielgesellschaft die Empfeh-

⁵⁶ Zur Transaktionsvereinbarung siehe statt vieler Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 205 ff., sowie Jentsch, 1 ff.

⁵⁷ Die UEK bezeichnet solche Vereinbarungen auch als *Exklusivitätsvereinbarungen*; siehe z.B. Verfügung 726/02 *Panalpina Welttransport (Holding) AG* vom 10. Mai 2019 E. 7. Die Bezeichnung ist insoweit nicht ganz glücklich, als mit Exklusivitätsvereinbarung typischerweise eine Vereinbarung bezeichnet wird, die das Verhandlungsstadium vor der eigentlichen Transaktion abdeckt. Im Übernahmekontext sind Exklusivitätsvereinbarungen vor dem Kaufangebot selten; siehe Gericke, 53 ff.

⁵⁸ Zum *Fiduciary Out* siehe grundlegend Gericke, 43 ff.

⁵⁹ Zur vertraglichen Ausgestaltung (Grundtypus und Variationen) siehe Gericke, 49 ff.

lung des Angebots nur ändern bzw. widerrufen darf, wenn ein Konkurrenz-anbieter spätestens am fünften Handelstag vor Ablauf der Angebotsfrist ein höheres Angebot unterbreitet und die Unterlassung einer entsprechenden Handlung für den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine Verletzung der Sorgfalts- und Treupflicht bedeuten würde. Die UEK erachtete diese Bestimmung sowohl in zeitlicher als auch in inhaltlicher Hinsicht als unzulässig. Nach dem Entscheid muss eine Neubeurteilung des Angebots durch den Verwaltungsrat auch dann erfolgen, wenn ein Konkurrenzangebot am letzten Börsentag der Angebotsfrist des Erstangebots unterbreitet wird. Zudem darf das Ermessen in dieser Neubeurteilung nach Ansicht der UEK nicht eingeschränkt werden, indem sie an die Voraussetzung einer andernfalls drohenden Verletzung der Sorgfalts- und Treupflicht gemäss Art. 717 OR geknüpft wird⁶⁰. Die UEK hat ihre Auffassung im späteren Fall *Vifor Pharma* bestätigt und eine Fiduciary Out-Klausel, welche dieselbe inhaltliche (aber keine zeitliche) Ermessenseinschränkung vorsah, ebenfalls als unzulässig beurteilt⁶¹.

Was die *zeitliche Dimension* des Fiduciary Out betrifft, ist der Auffassung der UEK beizupflichten. Ein konkurrierendes Angebot kann bis zum letzten Börsentag der Angebotsfrist des vorhergehenden Angebots erfolgen⁶². Demzufolge muss dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auch gestattet sein, ein bis zu diesem Zeitpunkt publiziertes Zweitangebot zu beurteilen und auf seine Empfehlung des Erstangebots zurückzukommen.

Mit Bezug auf die *inhaltliche Beschränkung* des Fiduciary Out ist offen, ob ein Gericht der Auffassung der UEK folgen würde. Dies ist möglicherweise auch ein Grund dafür, dass die Fiduciary Outs in der Transaktionspraxis – der Auffassung der UEK zum Trotz – teilweise weiterhin durch Verweis auf die Sorgfalts- und Treuepflichten des Verwaltungsrates beschränkt werden. Unzutreffend sind m.E. aber die eher beiläufigen Aussagen der UEK, wonach die Exklusivitätsverpflichtung gegenüber dem Erstanbieter insgesamt nur solange gültig ist, als kein Drittangebot formell publiziert worden ist⁶³. M.E. steht es den Parteien frei, die sachlichen Kriterien, nach welchen der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ein Konkurrenzangebot im Vergleich zum Erstangebot zu beurteilen hat, zu definieren und das dabei einzuhaltende Verfahren festzulegen. So verlangen die Vertragsklauseln z.B. regelmässig, dass es sich beim Konkurrenzangebot um ein „Superior Offer“ handeln muss, damit der Zielgesell-

⁶⁰ Verfügung 726/02 *Panalpina Welttransport (Holding) AG* vom 10. Mai 2019 E. 7.

⁶¹ Verfügung 802/02 *Vifor Pharma AG* vom 14. Januar 2022 E. 7 Rz. 53 f.

⁶² Art. 50 Abs. 1 UEV.

⁶³ Siehe Verfügungen 802/02 *Vifor Pharma AG* vom 14. Januar 2022 E. 7 Rz. 52; 770/01 *Sunrise Communications Group AG* vom 26. August 2020 E. 7 Rz. 63.

schaft der Ausstieg gestattet ist⁶⁴. Letztlich geht es bei solchen und ähnlichen Konkretisierungen darum, sicherzustellen, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sein Ermessen nach objektiven und sachlichen Kriterien pflichtgemäss und nicht willkürlich ausübt.

VI. Nachträgliches Opting-out und Opting-up

1. Ausgangslage: Opting-out und Opting-up

Das FinfraG gestattet Publikumsgesellschaften, die Angebotspflicht auszu-schliessen, indem sie in den Statuten eine *Opting-out-Klausel* verankern⁶⁵. Es ermöglicht ihnen darüber hinaus, den Grenzwert von 33⅓% bis auf 49% der Stimmrechte anzuheben (*Opting-up*)⁶⁶. Als Folge eines Opting-out bzw. Opting-up besteht keine Angebotspflicht bzw. sie entsteht erst bei Durchschreiten der höheren Schwelle. Ausserdem sind die Mindestpreisvorschriften bei freiwilligen Angeboten nicht anwendbar, bzw. beim Opting-up erst bei Angeboten, mit welchen die statutarisch festgesetzte höhere Schwelle überschritten würde⁶⁷.

Nach der mittlerweile gefestigten Praxis der UEK kann ein Opting-out oder Opting-up auch *nach der Börsenkotierung* eingeführt werden, ist übernahmeherechtlich aber nur gültig, wenn die Aktionäre vor dem Beschluss der Generalversammlung *transparent* über die Folgen der Einführung der Opting-out/Opting-up-Klausel informiert wurden und wenn die *Mehrheit der von Minderheitsaktionären vertretenen Stimmen* dem Beschluss zugestimmt hat⁶⁸. Sind diese beiden Voraussetzungen erfüllt, wird vermutet, dass das Opting-

⁶⁴ Siehe dazu ausführlich Gericke, 49 ff.

⁶⁵ Art. 125 Abs. 3 und Abs. 4 FinfraG.

⁶⁶ Art. 135 Abs. 1 letzter Satz FinfraG.

⁶⁷ Art. 9 Abs. 6 UEV. Ferner muss in einem Tauschangebot keine Baralternative angeboten werden, auch wenn der Anbieter in den letzten zwölf Monaten vor dem Angebot eine Beteiligung an der Zielgesellschaft von 10% oder mehr erworben hat (Art. 9a Abs. 2 UEV).

⁶⁸ Siehe insb. Verfügungen 774/01 PIERER Mobility AG vom 2. Februar 2021 E. 2.1; 765/02 MCH Group AG vom 20. August 2020 E. 3; 765/01 MCH Group AG vom 13. Juli 2020 E. 3.1; 745/01 LEM Holding SA vom 25. Oktober 2019 E. 3; 686/01 Addex Therapeutics SA vom 20. März 2018 E. 1; 600/01 Kaba Holding AG vom 22. April 2015 E. 1; 594/01 Sika AG vom 5. März 2015 E. 1.2.2 Rz. 13. Grundlegend: Verfügung 518/01 Advanced Digital Broadcast Holdings AG vom 11. Oktober 2012.

out keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre i.S.v. Art. 125 Abs. 4 FinfraG und Art. 706 OR bewirkt, wobei diese Vermutung beim Vorliegen besonderer und aussergewöhnlicher Umstände umgestossen werden kann⁶⁹.

Ein Opting-out oder Opting-up kann sodann *generell oder selektiv* sowie transaktionspezifisch ausgestaltet werden⁷⁰. Ein generelles Opting-out schliesst die Angebotspflicht allgemein für jeden Aktionär aus. Bei einem selektiven Opting-out wird lediglich eine bestimmte Partei von der Angebotspflicht ausgenommen, sei dies allgemein oder, beim zusätzlich transaktionsspezifischen Opting-out, ausschliesslich für die Grenzwertüberschreitung zufolge einer bestimmten Transaktion⁷¹. Nach der mittlerweile in drei Fällen bestätigten Praxis der UEK sind solche selektiven Opting-outs grundsätzlich gültig⁷². Allerdings verlangt die UEK als zusätzliche Voraussetzung, dass die durch die Selektivität des Opting-out bewirkte Ungleichbehandlung der Aktionäre durch das Gesellschaftsinteresse gerechtfertigt ist⁷³. Die Beurteilung, ob diese Voraussetzung erfüllt ist, obliegt dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft.

2. Gültigkeit von nachträglichen, vor 2012 eingeführten Opting-outs

Die aktuelle Praxis der UEK zur Gültigkeit eines nachträglichen Opting-out geht auf eine Praxisänderung im Jahr 2012 zurück⁷⁴. Man würde annehmen, dass ein Opting-out, welches vor dieser Praxisänderung eingeführt wurde, gemäss der damals geltenden, alten Praxis zu beurteilen ist. Die UEK hat im Fall *LEM Holding* überraschenderweise anders entschieden und festgestellt, dass die Gültigkeit einer vor der Praxisänderung eingeführten Opting-Out-Klausel nach der neuen Praxis zu beurteilen ist, wenn der (beabsichtigte) Kontrollwechsel danach stattfindet⁷⁵. Nach Ansicht der UEK ist übergangsrechtlich da-

⁶⁹ Siehe statt vieler Verfügung 774/01 *PIERER Mobility AG* vom 2. Februar 2021 E. 2.1 m.w.H.

⁷⁰ Auch vor Börsenkotierung aufgenommene Opting-outs können selektiv sein; siehe Opting-out der *VAT Group AG* (Art. 33 der Statuten vom 17. Mai 2017): Opting-out nur zugunsten der spezifisch genannten Fonds.

⁷¹ Thévenoz/Roos, 49, bezeichnen ein Opting-out, das sich nur auf eine bestimmte Transaktion bezieht, als „partielles“ Opting-out.

⁷² Siehe Verfügungen 765/01 *MCH Group AG* vom 13. Juli 2020 E. 3.4; 686/01 *Addex Therapeutics SA* vom 20. März 2018 E. 1.4; 600/01 *Kaba Holding AG* vom 22. April 2015 E. 1.4. Vor diesen Entscheiden bestand bezüglich der Zulässigkeit selektiver Opting-Outs eine gewisse Unsicherheit; siehe Thévenoz/Roos, 49 f.

⁷³ Verfügungen 765/01 *MCH Group AG* vom 13. Juli 2020 E. 3.4.1; 686/01 *Addex Therapeutics SA* vom 20. März 2018 E. 1.4; 600/01 *Kaba Holding AG* vom 22. April 2015 E. 1.4.2; siehe auch BSK FINMAG und FinfraG-Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, N 26.

⁷⁴ Siehe Verfügung 518/01 *Advanced Digital Broadcast Holdings AG* vom 11. Oktober 2012.

⁷⁵ Verfügung 745/01 *LEM Holding SA* vom 25. Oktober 2019 E. 3.3.

mit der Kontrollwechsel der massgebende Anknüpfungspunkt und nicht die Einführung der Opting-out-Klausel. Nachträgliche Opting-outs, die vor 2012 eingeführt wurden, sind demnach nicht ohne weiteres verlässlich. Vielmehr ist zu prüfen, ob die Kriterien der geltenden Praxis bei der Einführung erfüllt wurden.

3. Mehrheit der Minderheit: Stimmberechtigte Aktionäre

Mit Bezug auf das Erfordernis, wonach die Mehrheit der Minderheit der Einführung des Opting-out oder Opting-up zustimmen muss, gelten nach der Praxis der UEK diejenigen Aktionäre als Minderheitsaktionäre, die weder direkt oder indirekt, alleine oder in gemeinsamer Absprache, über 33⅓% der Stimmrechte der Zielgesellschaft halten, noch die Aufnahme der Opting-Out-Klausel beim Verwaltungsrat beantragt haben. Eine Sonderversammlung der Minderheitsaktionäre ist nicht erforderlich; vielmehr genügt eine separate Auszählung⁷⁶.

Die UEK und die FINMA hatten im Fall *MCH Group* Gelegenheit, das Erfordernis der Mehrheit der Minderheit zu überprüfen und zu präzisieren⁷⁷. Im betreffenden Fall ging es um die Einführung einer *selektiven und transaktionspezifischen Opting-up* zugunsten eines neuen Investors, welcher der Zielgesellschaft im Rahmen einer notwendigen Kapitalerhöhung namhaft Kapital zur Verfügung stellen wollte, wodurch er die Schwelle von 33⅓% der Stimmrechte überschritten hätte. Die Abstimmung über die Einführung der Opting-up-Klausel ging äusserst knapp aus⁷⁸.

Im Fall war streitig, ob die vom Kanton Basel-Stadt vertretenen Stimmen, die 33.50% der Stimmrechte der Zielgesellschaft ausmachten, bei der Ermittlung der Mehrheit der Minderheit berücksichtigt werden dürfen. Die Zielgesellschaft und der Investor vertraten den Standpunkt, die Stimmen seien zu berücksichtigen, da es sich um ein selektives Opting-out zugunsten des Investors handelte und der Kanton somit gar nicht begünstigt war. Die UEK ist der Meinung nicht gefolgt. Sie begründete ihre ablehnende Haltung damit, dass der kontrollierende Aktionär, wenn man dessen Aktien mitzählte, mit seiner Stimmkraft (auch) die Abstimmung der Mehrheit der Minderheit do-

⁷⁶ Verfügungen 686/01 *Addex Therapeutics SA* vom 20. März 2018 E. 1; 518/01 *Advanced Digital Broadcast Holdings AG* vom 11. Oktober 2012 E. 4.2.

⁷⁷ Siehe Verfügungen der UEK 765/01 vom 13. Juli 2020 und 765/02 vom 20. August 2020; Verfügung des Übernahme- und Staatshaftungsausschusses der FINMA vom 16. Oktober 2020; siehe dazu auch Dubs/Frehner.

⁷⁸ Siehe die Zusammenfassung des Sachverhalts und die Abstimmungsergebnisse in FINMA-Verfügung *MCH Group AG* vom 16. Oktober 2020 Rz. 22 ff.

minieren und damit gegebenenfalls über die Köpfe der Minderheitsaktionäre hinweg über die Einführung eines selektiven Opting-up und die damit verbundene Zuteilung der Begünstigung an einen Dritten entscheiden könnte, was mit dem Schutzgedanken der Voraussetzung der Mehrheit der Minderheit nicht vereinbar wäre⁷⁹. Die FINMA stützte diese Auffassung sinngemäss mit der Begründung, dass die Minderheitsaktionäre durch ein selektives Opting-out besonders berührt und potenziell benachteiligt sind, weil sie eher an einem Ausstieg zufolge Kontrollwechsel interessiert sind als der Grossaktionär, und ihnen daher ein kollektives Vetorecht zustehen muss⁸⁰. Das übernahmerechtliche Erfordernis, wonach die Stimmen von Aktionären, die über 33⅓% der Stimmrechte der Zielgesellschaft halten, nicht gezählt werden dürfen, gilt somit auch für die Einführung eines selektiven (und transaktionsspezifischen) Opting-out oder Opting-up, mit welchem ein Dritter begünstigt wird.

4. Mehrheit der Minderheit: Vertretene oder abgegebene Stimmen?

Des Weiteren war im Fall *MCH Group* streitig, ob für den Beschluss betreffend Opting-out oder Opting-up auf die an der Generalversammlung vertretenen oder auf die abgegebenen Stimmen abzustellen ist. Die Zielgesellschaft und der Investor vertraten den Standpunkt, die abgegebenen Stimmen seien massgebend, weil die Statuten der Zielgesellschaft eine von Art. 703 OR abweichende Bestimmung enthielten, wonach Generalversammlungsbeschlüsse mit der Mehrheit der abgegebenen Stimmen gefasst werden⁸¹. Wiederum war die UEK anderer Meinung und hielt fest, dass nach ihrer gefestigten Praxis auf die vertretenen Stimmen abzustellen ist⁸². Die FINMA stützte den Standpunkt der UEK mit der Begründung, dass ein Abstellen auf die vertretenen Stimmen gemäss dem ordentlichen gesetzlichen Quorum von Art. 703 OR der *ratio legis* und dem Zweck des Minderheitenschutzes im Übernahmerecht dient⁸³. Damit ist bei der Ermittlung der „Mehrheit der Minderheit“ im Rahmen der Einführung eines (selektiven) Opting-up oder Opting-out auf die an der Generalversammlung vertretenen Stimmen der Minderheitsaktionäre abzustellen, auch

⁷⁹ Verfügung 765/02 *MCH Group AG* vom 20. August 2020 E. 3.4.1.2 Rz. 41.

⁸⁰ Siehe FINMA-Verfügung *MCH Group AG* vom 16. Oktober 2020 Rz. 49 ff.

⁸¹ Die Frage war für den Ausgang der Abstimmung entscheidend. Auf Grundlage der abgegebenen Stimmen resultierte eine Mehrheit für das Opting-up von 50.3%, auf Grundlage der vertretenen Stimmen eine Ablehnung mit 50.1%; siehe FINMA-Verfügung *MCH Group AG* vom 16. Oktober 2020 Rz. 27 ff.

⁸² Verfügung 765/02 *MCH Group AG* vom 20. August 2020 E. 3.4.1.2 Rz. 52.

⁸³ FINMA-Verfügung *MCH Group AG* vom 16. Oktober 2020 Rz. 59 ff.

wenn gemäss den Statuten der Zielgesellschaft ansonsten die Mehrheit der abgegebenen Stimmen massgeblich ist. Enthaltungen zählen folglich effektiv als *Nein-Stimmen*.

VII. Ausnahmen von der Angebotspflicht

I. Sanierungsausnahme

a) Ausgangslage

Die UEK kann in berechtigten Fällen Ausnahmen von der Angebotspflicht gewähren, namentlich wenn Beteiligungspapiere zu *Sanierungszwecken erworben* werden⁸⁴. Damit sollen Investoren privilegiert werden, welche die Gesellschaft in einer prekären Finanzlage zu unterstützen bereit sind, da in solchen Fällen das Interesse der Aktionäre am Fortbestand der Gesellschaft grösser sein kann als ihr Interesse an einem Pflichtangebot⁸⁵. Möchte ein Investor eine Sanierungsausnahme beanspruchen, muss er bei der UEK ein Gesuch einreichen, woraufhin diese ein Verfahren eröffnet und die Parteien (d.h. die Zielgesellschaft) zu einer Stellungnahme einlädt⁸⁶. Schliesslich erlässt die UEK eine Verfügung zum Gesuch, die sie auf ihrer Website veröffentlicht⁸⁷.

In der Vergangenheit wurden Sanierungsausnahmen in einer Vielzahl von Fällen gewährt. Jüngst gab der umstrittene Fall *Swiss Steel Holding* (ehemals Schmolz + Bickenbach) der UEK und der FINMA Gelegenheit, die bisherige Praxis zu überprüfen und anzupassen⁸⁸.

⁸⁴ Art. 136 Abs. 1 lit. e FinfraG.

⁸⁵ Siehe FINMA-Verfügung *Schmolz + Bickenbach AG* vom 6. Dezember 2019, Rz. 35; Verfügung 606/01 *Züblin Immobilien Holding AG* vom 11. Juni 2015 E. 2; Tschäni, Sanierung, 85; BSK FINMAG und FinfraG-Hofstetter/Ziller-Heuberger/Brönnimann, Art. 136, N 32.

⁸⁶ Art. 61 Abs. 1 UEV.

⁸⁷ Art. 61 Abs. 2 UEV.

⁸⁸ Die Auseinandersetzungen im Fall *Swiss Steel* spielten sich vor der UEK, der FINMA und im Zusammenhang mit der Rechtmässigkeit der Kapitalerhöhungen vor den staatlichen Gerichten ab. Sie erstreckten sich über rund 18 Monate. Für eine Zusammenfassung der Geschehnisse siehe Verfügung 750/02 *Swiss Steel Holding AG* (ehemals Schmolz + Bickenbach AG) vom 5. März 2021.

b) Voraussetzungen für eine Sanierungsausnahme

Damit eine Sanierungsausnahme erhältlich ist, müssen nach der Praxis der UEK und der FINMA drei Voraussetzungen gegeben sein:

- Zunächst muss aufgezeigt werden, dass ein *Sanierungsbedarf* der Zielgesellschaft besteht. Dabei wird von einem betriebswirtschaftlichen (und nicht einem rechtlichen) Sanierungsbegriff ausgegangen. Er erfasst alle Massnahmen, die dazu dienen, die einer wirtschaftlich Not leidenden Unternehmung anhaftenden, existenzgefährdenden Schwächen zu beheben und ihre Ertragskraft wiederherzustellen⁸⁹. Erforderlich ist demnach, dass die Fortführung der Geschäftstätigkeit gefährdet ist. Es braucht jedoch nicht abgewartet zu werden, bis tatsächlich eine Unterbilanz, Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit der Zielgesellschaft eintritt⁹⁰. Ein Sanierungsbedarf wird beispielsweise als gegeben betrachtet, wenn die Zielgesellschaft mit grosser Wahrscheinlichkeit ihre Verpflichtungen aus Finanzierungsverträgen nicht erfüllen können oder einen nicht tragbaren Verschuldungsgrad aufweist⁹¹.
- Als zweite Voraussetzung für eine Sanierungsausnahme muss die gewählte Sanierungsmassnahme nach dem normalen Lauf der Dinge mit vernünftiger Wahrscheinlichkeit geeignet sein, den Fortbestand der Zielgesellschaft zu sichern (*Sanierungseignung*)⁹². Als geeignet wird jede Massnahme betrachtet, die dazu dient, die Schwäche zu beheben bzw. die Ertragskraft wiederherzustellen. Eine Garantie für den langfristigen Erfolg der Massnahme ist hingegen nicht erforderlich. Ist der Sanierungsbedarf erstellt, so wird grundsätzlich angenommen, dass eine von der Generalversammlung beschlossene Massnahme für die Sanierung zweckmässig bzw. geeignet ist⁹³.
- Drittens ist der Grundsatz der *Subsidiarität der Sanierungsausnahme* zu beachten. Danach darf eine Sanierungsausnahme nur als *ultima ratio* gewährt werden, wenn also andere Sanierungsmassnahmen, d.h. solche, die ohne einen Kontrollwechsel durchgeführt werden können, bereits (erfolg-

⁸⁹ FINMA-Verfügung *Schmolz + Bickenbach AG* vom 6. Dezember 2019 Rz. 36; Verfügung 825/01 *MCH Group AG* vom 27. Juli 2022 E. 3.3.2; BSK *FINMAG* und *FinfraG-Hofstetter/Ziller-Heuberger/Brönnimann*, Art. 136, N 33.

⁹⁰ FINMA-Verfügung *Schmolz + Bickenbach AG* vom 6. Dezember 2019 Rz. 36; Tschäni, *Sanierung*, 108.

⁹¹ Siehe FINMA-Verfügung *Schmolz + Bickenbach AG* vom 6. Dezember 2019 Rz. 37.

⁹² FINMA-Verfügung *Schmolz + Bickenbach AG* vom 6. Dezember 2019 Rz. 40; Verfügung 825/01 *MCH Group AG* vom 27. Juli 2022 E. 3.3.3.

⁹³ FINMA, a.a.O., m.w.H.

los) ergriffen wurden oder von vornherein als aussichtslos erscheinen. Namentlich soll eine Sanierungsausnahme erst in einer Situation gewährt werden, in welcher sich anderweitig kein Investor finden lässt, der für die Sicherung des Fortbestandes der Zielgesellschaft notwendig ist⁹⁴.

Im Fall Swiss Steel war namentlich die Voraussetzung bezüglich der Subsidiarität der Sanierungsausnahme umstritten. Dies war nicht zuletzt der konkreten Ausgestaltung der geplanten Kapitalerhöhung im Umfang von CHF 325 Mio. geschuldet und namentlich der Tatsache, dass der sanierungswillige Investor, welcher die Ausnahme beantragte, seine Zusage, im Bedarfsfall sämtliche neuen Aktien für CHF 325 Mio. zu zeichnen, unter die Bedingung gestellt hatte, dass er nach der Kapitalerhöhung mindestens 37.5% der Stimmrechte der Swiss Steel halten würde. Die UEK war der Auffassung, dass die Kapitalerhöhung nicht auf diese Weise ausgestaltet werden musste, um den Kapitalbedarf von CHF 325 Mio. zu decken. Sie monierte, dass die Zuteilungskriterien, nach welchen der Verwaltungsrat der Swiss Steel die Aktien unter den Investoren zuteilen würde, nicht sicherstellten, dass sich kein anderer Investor finden lässt, der für die Sicherung des Fortbestands der Zielgesellschaft notwendig ist⁹⁵. Zudem war es nach Ansicht der UEK möglich, dass sich die Kapitalerhöhung erfolgreich durchführen lasse, ohne dass der Backstop-Investor die Schwelle zur Angebotspflicht überschreite, zumal nicht ausgeschlossen sei, dass er auf die Bedingung des Kontrollerwerbs verzichten würde. Die FINMA ist dieser Auffassung nicht gefolgt. Namentlich betrachtete sie es als erstellt, dass neben den beiden Grossaktionären der Swiss Steel keine weiteren Grossinvestoren oder eine namhafte Beteiligung der Kleininvestoren an der Kapitalerhöhung zu erwarten waren. Auch hatte der Backstop-Investor wiederholt erklärt, sich an der Kapitalerhöhung nur zu beteiligen, wenn er zufolge der Kapitalerhöhung mindestens 37.5% der Stimmrechte der Swiss Steel halten würde⁹⁶. Seine Bereitschaft, namhaft Kapital in die Zielgesellschaft einzuschiessen, hing davon ab, dass er faktisch die Kontrolle über die Zielgesellschaft und den Einsatz des von ihm beigesteuerten Kapitals erlangte.

⁹⁴ Siehe FINMA-Verfügung *Schmolz + Bickenbach AG* vom 6. Dezember 2019 Rz. 43; Verfügungen 825/01 *MCH Group AG* vom 27. Juli 2022 E. 3.3.4; 750/01 *Swiss Steel Holding AG* (ehemals *Schmolz + Bickenbach AG*) vom 22. November 2019 E. 2 Rz. 6; 709/01 *Leclanché S.A.* vom 27. November 2018 E. 2; 681/01 *Leclanché S.A.* vom 22. Februar 2018 E. 2; 671/01 *5EL SA* vom 6. September 2017 E. 2.

⁹⁵ Verfügung 750/01 *Swiss Steel Holding AG* (ehemals *Schmolz + Bickenbach AG*) vom 22. November 2019 E. 2.2 Rz. 9 f.

⁹⁶ Siehe FINMA-Verfügung *Schmolz + Bickenbach AG* vom 6. Dezember 2019 Rz. 53 ff.

Im Nachgang zum Ausnahmeverfahren betreffend Swiss Steel hat die UEK ein neues *Rundschreiben* veröffentlicht⁹⁷. Danach muss die Zielgesellschaft in Verfahren betreffend Sanierungsausnahme der UEK ein eigentliches *Sanierungskonzept* einreichen, welches Informationen mit Bezug auf die drei Voraussetzungen der Sanierungsmassnahme enthält. Insbesondere muss die Zielgesellschaft darlegen, welche alternative Massnahmen geprüft und verworfen oder erfolglos durchgeführt wurden.

Der Swiss Steel-Fall und das danach publizierte UEK-Rundschreiben Nr. 5 legen nahe, dass die UEK künftig *erhöhte Anforderungen* an den Nachweis der Voraussetzungen für eine Sanierungsausnahme stellen könnte⁹⁸. Sanierungsbedürftige Gesellschaften sollten sich auf diesen Umstand einstellen. Namentlich sollten sie sich mit der Unterstützung eines Finanzberaters darauf vorbereiten, aufzuzeigen, dass alternative Eigenkapitalmassnahmen, die zu keinem Kontrollwechsel führen (wie z.B. Discounted Rights Issues), oder Fremdkapitalmassnahmen (wie z.B. die Ausgabe einer Anleihe⁹⁹) scheiterten oder wenig Aussicht auf Erfolg haben. Ungeachtet dessen muss aber weiterhin der etablierte Grundsatz gelten, dass eine Sanierungsausnahme aufgrund der einschneidenden Rechtsfolgen der Angebotspflicht *im Zweifel zu gewähren* ist, solange keine Indizien für ein Umgehungsgeschäft vorliegen oder andere Gründe dagegen sprechen¹⁰⁰.

c) *Mögliche Auflage: Zeitliche Befristung der Ausnahme*

Auch wenn die FINMA den Entscheid der UEK im Fall Swiss Steel aufhob und dem Backstop-Investor die beantragte Sanierungsausnahme gewährte, so schränkte sie diese in zeitlicher Hinsicht doch wieder ein und *befristete die Ausnahme auf fünf Jahre*. Sie ordnete im Sinne einer Auflage an, dass der Backstop-Investor verpflichtet ist, ein Pflichtangebot für alle sich im Publikum befindenden Aktien der Zielgesellschaft zu unterbreiten, falls er am 31. Dezember 2024 nach wie vor mehr als 33⅓% der Stimmrechte der Zielgesellschaft hält. Die FINMA betrachtete die zeitliche Befristung aus Gründen der Verhältnismässigkeit als sachgerecht, indem sie einerseits dem Investor genügend Zeit

⁹⁷ UEK-Rundschreiben Nr. 5: Sanierungsausnahme/Sanierungskonzept der Zielgesellschaft vom 2. September 2020.

⁹⁸ Zum Beweismass in Übernahmeverfahren vor der UEK siehe auch FINMA-Verfügung Schmolz + Bickenbach AG vom 6. Dezember 2019 Rz. 23 ff.

⁹⁹ Siehe Verfügung 825/01 MCH Group AG vom 27. Juli 2022 Rz. 58.

¹⁰⁰ Siehe BGE 130 II 530 E. 7.4.3 f. S. 563 f.; FINMA-Verfügung Schmolz + Bickenbach AG vom 6. Dezember 2019 Rz. 35 m.w.H.

zur Sanierung der Zielgesellschaft einräumt und andererseits die Rechte der Minderheitsaktionäre nach Wegfall des Sanierungsbedarfs angemessen berücksichtigt¹⁰¹.

Es ist zu hoffen, dass die von der FINMA angeordnete Auflage im Sinne eines Kompromisses den speziellen Umständen im Fall Swiss Steel geschuldet war. Es ist offensichtlich, dass eine zeitliche Befristung und andere Auflagen Investoren davor abschrecken können, Hochrisikokapital in eine sanierungsbedürftige Gesellschaft einzuschiessen¹⁰². Immerhin haben die UEK und ihr folgend die FINMA in einem späteren Verfahren betreffend Swiss Steel festgehalten, dass sich der Mindestpreis eines solchen späteren Pflichtangebots nach den allgemeinen Regeln bestimmt und namentlich die Vorerwerbsperiode von 12 Monaten vor dem Angebot zeitlich nicht ausgedehnt wird¹⁰³.

d) *Tragweite und Rechtsbestand einer Sanierungsausnahme*

Im Fall Swiss Steel wurde die Sanierungsausnahme mit Blick auf die Kapitalerhöhung der Zielgesellschaft gewährt, die im Januar 2020 durchgeführt wurde. Kurz vor der Durchführung dieser Kapitalerhöhung hatte der Backstop-Investor seine Beteiligung von ursprünglich 17.5% auf 27.6% erhöht, indem er das Paket einer anderen Grossaktionärin erwarb, und gelangte durch die Kapitalerhöhung schliesslich auf 49.6% der Stimmrechte der Zielgesellschaft. Als die Generalversammlung im Dezember 2020 eine zweite, ebenfalls unumgängliche Kapitalerhöhung beschlossen hatte, gelangte die zweitgrösste Swiss Steel-Aktionärin an die UEK mit dem Ziel, ein Pflichtangebot des Investors zu erwirken. Zur Begründung führte die Gesuchstellerin im Wesentlichen aus, der Ausbau der Beteiligung des Investors durch den Aktienkauf im Januar 2020 und durch die zweite, im Dezember 2020 beschlossene Kapitalerhöhung seien durch die Sanierungsausnahme nicht abgedeckt. Vielmehr habe die Sanierungsausnahme dem Investor ausschliesslich gestattet, anlässlich der ersten Kapitalerhöhung Aktien zu erwerben und damit die Schwelle von 33⅓% der Stimmrechte der Zielgesellschaft zu durchschreiten.

Die UEK und ihr folgend die FINMA haben das Gesuch der Aktionärin abgewiesen. Sie gelangten übereinstimmend zum Schluss, dass eine Sanierungsaus-

¹⁰¹ Siehe FINMA-Verfügung Schmolz + Bickenbach AG vom 6. Dezember 2019 Rz. 60 ff.

¹⁰² So hat die UEK im nach Swiss Steel entschiedenen Fall MCH Group AG denn auch ausdrücklich davon abgesehen, die zugunsten des Kantons Basel-Stadt gewährte Sanierungsmassnahme zu befristen oder mit einer anderen Auflage zu versehen; siehe Verfügung 825/01 MCH Group AG vom 27. Juli 2022 E. 3.3.5.

¹⁰³ Siehe dazu Verfügung 750/02 Swiss Steel Holding AG (ehemals Schmolz + Bickenbach AG) vom 5. März 2021 E. 4.2; FINMA-Verfügung Swiss Steel Holding AG vom 18. Mai 2021 E. 5.

nahme grundsätzlich gestattet, vor der Durchführung der Sanierungsmassnahme Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben, solange dadurch die Schwelle von 33⅓% der Stimmrechte der Zielgesellschaft nicht durchschritten wird, und auch nach der Durchführung der Sanierungsmassnahme die Beteiligung weiter zu erhöhen. Voraussetzung ist einzig, dass die Schwelle zufolge der Sanierungsmassnahme, für welche die Ausnahme gewährt wurde, durchschritten wurde. Vorgehalten bleiben anderslautende Auflagen in der Ausnahme, wie auch ein rechtsmissbräuchliches Verhalten bzw. Umgehungshandlungen seitens des Investors, wofür im vorliegenden Fall jedoch keine Anhaltspunkte vorlagen¹⁰⁴.

Die eindeutigen Entscheide der UEK und der FINMA sind zu begrüßen. Ein Investor, der eine Sanierungsausnahme erlangt hat und die Schwelle von 33⅓% der Stimmrechte der Zielgesellschaft als Folge der Massnahme, für welche die Ausnahme gewährt wurde, durchschreitet, darf sich auf den Rechtsbestand der Ausnahme grundsätzlich verlassen und seine Beteiligung – sei dies mittels Aktienkäufen oder weiteren Kapitalzuschüssen – weiter ausbauen.

e) Sanierungsausnahme oder Opting-out bzw. Opting-up?

Angesichts der Entscheide im Fall *Swiss Steel* müssen sich sanierungsbedürftige Gesellschaften und interessierte Investoren künftig die Frage stellen, ob sie den Weg des Ausnahmegesuchs oder eher denjenigen des Opting-out bzw. Opting-up beschreiten möchten. Naturgemäss hängt der gewählte Weg von den Umständen des Einzelfalles ab. Allgemein gesprochen scheint jedoch, dass die Voraussetzungen für die Gewährung einer Sanierungsausnahme mit den Entscheiden i.S. *Swiss Steel* und dem UEK-Rundschreiben Nr. 5 gestiegen sind. Dies betrifft namentlich den erforderlichen Nachweis, dass die Sanierung auf anderem Wege gescheitert oder nicht aussichtsreich ist (Subsidiarität der Sanierungsausnahme). Auch kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Ausnahme mittels Auflage zeitlich befristet wird, was das mit der Investition für den Investor verbundene Risiko potenziert. Diese Überlegungen sprechen dafür, den Weg eines (selektiven) Opting-out bzw. Opting-up zu beschreiten, wie dies im Fall *MCH Holding* getan wurde¹⁰⁵. Allerdings ist dieses Vorgehen mit dem Risiko behaftet, dass die „Mehrheit der Minderheit“ an der Generalversammlung der Zielgesellschaft, an welcher das Opting-out bzw. Opting-up eingeführt werden soll, dem Ansinnen ablehnend gegenübersteht, wie das Beispiel *MCH Holding* ebenfalls exemplarisch zeigt. In jedem Fall scheint es,

¹⁰⁴ Siehe Verfügung 750/02 *Swiss Steel Holding AG* (ehemals Schmolz + Bickenbach AG) vom 5. März 2021 E. 2.2 ff.; FINMA-Verfügung *Swiss Steel Holding AG* vom 18. Mai 2021 E. 3 f.

¹⁰⁵ Siehe dazu [VI.3](#) und [4](#) oben.

dass „dissidente Aktionäre“ vermehrt willens sind, Widerstand zu üben und den Vorgang auch mit rechtlichen Mitteln vor Behörden und Gerichten zu bekämpfen.

2. Passives Durchschreiten zufolge Aktienrückkauf und Kapitalherabsetzung

Im Fall *Roche Holding* hatte die UEK die Frage zu beurteilen, ob der kontrollierende Aktionärspool von Roche, der 45.01% der Stimmrechte hielt, ein Pflichtangebot für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien und Genussscheine von Roche unterbreiten muss, wenn sich die Beteiligung des Pools zufolge des geplanten Rückkaufs und der Vernichtung des von Novartis gehaltenen Aktienpakets auf rund 67.5% erhöht¹⁰⁶. Als Grundlage für die Annahme einer Angebotspflicht kam in diesem Fall einzig Art. 37 FinfraV-FINMA in Frage. Die Bestimmung sieht vor, dass eine Person, die eine vor dem 1. Januar 1998 erworbene Beteiligung von 50% oder mehr der Stimmrechte einer Gesellschaft auf einen Anteil von unter 50% reduziert, ein Angebot nach Art. 135 FinfraG unterbreiten muss, wenn sie später den Grenzwert wieder überschreitet.

Die UEK setzte sich im Fall Roche zunächst mit dem Argument des Aktionärspools und von Roche auseinander, dass die Verordnungsbestimmung von Art. 37 FinfraV-FINMA eine im Gesetz nicht vorgesehene Angebotspflicht neu einführt und daher mangels gesetzlicher Grundlage nicht gültig ist, wie dies von der Lehre postuliert wird¹⁰⁷. Ausserdem spreche die Vorschrift explizit nur von „einer Person“, weshalb offen sei, ob sie auch eine in gemeinsamer Absprache handelnde Gruppe erfasse. Die UEK liess die Fragen letztlich offen und gewährte dem Aktionärspool von Roche eine Ausnahme gemäss Art. 136 Abs. 1 lit. b FinfraG. Danach kann die UEK dann eine Ausnahme gewähren, wenn die Überschreitung aus einer Verringerung der Gesamtzahl der Stimmrechte der Zielgesellschaft resultiert.

In der Vergangenheit hatte die UEK in zwei Fällen Ausnahmen gestützt auf Art. 136 Abs. 1 lit. b FinfraG gewährt¹⁰⁸, in einer nicht veröffentlichten Verfügung hingegen verweigert¹⁰⁹. Zusammenfassend stellte sie in diesen Entscheidungen zwei Kriterien auf, die für die Ausnahmegewährung entscheidend sind,

¹⁰⁶ Zum Sachverhalt siehe Verfügung 795/01 *Roche Holding AG* vom 4. November 2021.

¹⁰⁷ Siehe Verfügung 795/01 *Roche Holding AG* vom 4. November 2021 E. 2.4 mit Hinweisen auf die Lehrmeinungen.

¹⁰⁸ Siehe Empfehlungen 27/01 *Julius Bär Holding AG* vom 25. Februar 1999; 93/01 *Helvetia Patria Holding AG* vom 2. April 2001.

¹⁰⁹ Siehe dazu die Zusammenfassung in der Verfügung 795/01 *Roche Holding AG* vom 4. November 2021 E. 3.4.3 Rz. 31.

nämlich dass die Schwelle aufgrund einer Kapitalherabsetzung *passiv und darüber hinaus auch unfreiwillig* überschritten wird. An der zweiten Voraussetzung mangelt es z.B. dann, wenn sich der Grossaktionär an einem öffentlichen Aktienrückkauf der Zielgesellschaft nicht beteiligt und deshalb den Grenzwert zur Angebotspflicht durchschreitet¹¹⁰.

Im Fall Roche Holding gelangte die UEK zum Schluss, dass sich die Beteiligung des Aktionärspools rein passiv als Folge der geplanten Kapitalherabsetzung erhöhen würde. Mit Blick auf das Kriterium des unfreiwilligen Durchschreitens prüfte die UEK, ob der Aktionärspool bzw. dessen Vertreter im Roche-Verwaltungsrat an dem Entscheid, die Transaktion durchzuführen, mitgewirkt haben. Dies war nicht der Fall. Namentlich entschied der Verwaltungsrat ohne Mitwirkung der Pool-Vertreter über die Transaktion. Auch die Tatsache, dass der Pool bereit war, an der späteren Generalversammlung für die Kapitalherabsetzung zu stimmen, änderte daran nichts, weil die Mitwirkung am Vollzug unschädlich ist, solange der Grossaktionär an der Entscheidfindung nicht beteiligt ist¹¹¹.

Der Entscheid in Sachen Roche Holding ist im Ergebnis zu begrüßen, auch wenn in diesem Fall überzeugende Gründe dafürgesprochen hätten, mangels gesetzlicher Grundlage bereits das Vorliegen der Angebotspflicht zu verneinen. Zielgesellschaften sollten in ähnlichen Konstellationen darauf achten, dass der Grossaktionär, der die Schwelle zur Angebotspflicht zufolge Kapitalherabsetzung durchschreiten wird, an der Transaktion bzw. an der Entscheidfindung nicht mitwirkt. Namentlich ist in der Beschlussfassung des Verwaltungsrates ein Ausstand der Grossaktionärsvertreter angezeigt. Ansonsten mangelt es möglicherweise an der Voraussetzung, wonach das Durchschreiten der Schwelle unfreiwillig erfolgen muss¹¹².

3. Vorübergehende Überschreitung zufolge Kapitalerhöhung

Die UEK hatte sich in der Vergangenheit im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen mit einer Vielzahl von Ausnahmegesuchen zu beschäftigen, die sich auf Art. 136 Abs. 1 lit. c FinfraG abstützten. Danach kann die UEK eine Ausnahme gewähren, wenn der Grenzwert zur Angebotspflicht nur vorübergehend überschritten wird. Konkret ging es in drei jüngeren Fällen um eine

¹¹⁰ Siehe Verfügung 795/01 Roche Holding AG vom 4. November 2021 E. 3.4.3 Rz. 31.

¹¹¹ Siehe Verfügung 795/01 Roche Holding AG vom 4. November 2021 E. 3.4.4 Rz. 35 ff.

¹¹² Darüber hinaus stellen selektive Aktienrückkäufe für den Verwaltungsrat der Gesellschaft natürlich auch aus aktienrechtlicher Sicht kritische Vorgänge dar, die sich namentlich am Gesellschaftsinteresse auszurichten haben; siehe dazu Diem, 123 ff.

bedingte Kapitalerhöhung im Zusammenhang mit Wandelanleihen¹¹³ und in einem Fall um die Schaffung von Vorratsaktien mittels einer ordentlichen Kapitalerhöhung¹¹⁴.

Nach der Konzeption des Gesetzes ergibt sich der Grenzwert zur Angebotspflicht von $33\frac{1}{3}\%$ der Stimmrechte aus dem Verhältnis der vom Erwerber gehaltenen Stimmrechte (Zähler) und der Gesamtzahl der Stimmrechte gemäss Eintrag im Handelsregister (Nenner)¹¹⁵. Daraus kann bei einer Kapitalerhöhung die Situation resultieren, dass der Grenzwert vorübergehend durchschritten wird, weil die Stimmrechte aus den neuen Aktien umgehend entstehen¹¹⁶, der Eintrag im Handelsregister aber erst später erfolgt¹¹⁷.

Gemäss ständiger Praxis gewährt die UEK bei einer derartigen vorübergehenden Überschreitung des Grenzwerts, die lediglich auf diese unterschiedlichen Berechnungsgrundlagen zurückzuführen ist, regelmässig eine Ausnahme von der Angebotspflicht¹¹⁸. Sie verbindet die Ausnahme i.d.R. mit der Auflage, dass die Eintragung der neu geschaffenen Aktien im Handelsregister innerhalb einer gewissen Zeitperiode erfolgt, bei einer bedingten Kapitalerhöhung zufolge Wandlung üblicherweise innerhalb von drei Monaten seit der Wandlung¹¹⁹. Ausserdem verlangt die UEK, dass während der Grenzwertüberschreitung kein wesentlicher Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft ausgeübt wird¹²⁰.

Die unterschiedliche Berechnungsgrundlage im Zähler und im Nenner sind im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen im Auge zu behalten. Im Bedarfsfall

¹¹³ Siehe Verfügungen 827/01 *Dufry AG* vom 17. August 2022, 790/01 *Peach Property Group AG* vom 6. Juli 2021 und 792/01 *Idorsia Ltd* vom 26. Juli 2021.

¹¹⁴ Siehe Verfügung 810/01 *Santhera Pharmaceuticals Holding AG* vom 8. März 2022.

¹¹⁵ Art. 34 Abs. 1 und Abs. 2 der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 3. Dezember 2015 (Finanzmarktinfrastukturverordnung-FINMA, FinfraV-FINMA, SR 958.111).

¹¹⁶ Nämlich mit der Ausübung eines Wandel- oder Optionsrechts und der Erfüllung der Einlagepflicht bei der bedingten Kapitalerhöhung (Art. 653e Abs. 3 OR), bzw. mit dem Feststellungs- und Statutenänderungsbeschluss des Verwaltungsrates bei der ordentlichen oder genehmigten Kapitalerhöhung (siehe BSK OR II-Zindel/Isler, Art. 652h, N 6).

¹¹⁷ Nämlich wenige Stunden oder Tage bei der ordentlichen oder genehmigten Kapitalerhöhung und u.U. mehrere Monate bei der bedingten Kapitalerhöhung.

¹¹⁸ Siehe die Nachweise in Verfügung 790/01 *Peach Property Group AG* vom 6. Juli 2021 E. 2 Rz. 13.

¹¹⁹ Siehe jüngst Verfügung 827/01 *Dufry AG* vom 17. August 2022 E. 2.2 Rz. 15 mit Hinweisen auf längere Zeitperioden in anderen Fällen.

¹²⁰ Verfügung 827/01 *Dufry AG* vom 17. August 2022 E. 2.2 Rz. 16.

ist eine Ausnahme einzuholen. Ansonsten kann aufgrund des rein technischen Vorgangs, der die wirtschaftlichen Verhältnisse nicht widerspiegelt, die Angebotspflicht entstehen, was natürlich unerwünscht ist.

VIII. Squeeze-out-Fusion und Best Price Rule

1. Fragestellung

Hält der Anbieter nach einem öffentlichen Kaufangebot mindestens 90% aller Aktien der Zielgesellschaft, so steht ihm die Abfindungsfusion (Squeeze-Out Merger) zur Verfügung, um die hundertprozentige Kontrolle zu erlangen¹²¹. Mit einer Squeeze-Out Fusion wird die Zielgesellschaft in den Anbieter oder eine Tochtergesellschaft des Anbieters hineinfusioniert, wobei den Minderheitsaktionären anstelle von Anteilsrechten der übernehmenden Gesellschaft eine Abfindung ausgerichtet wird. Mit der Fusion werden alle, auch die nicht zustimmenden Minderheitsaktionäre, gegen ihren Willen zwangsweise aus der Gesellschaft ausgeschlossen.

Die Abfindung, die in einem Squeeze-Out Merger im Anschluss an ein Kaufangebot an die Minderheitsaktionäre ausgerichtet wird, entspricht in der Regel dem Angebotspreis¹²². Allerdings können unzufriedene Minderheitsaktionäre die Höhe der Abfindung im Nachgang mittels Ausgleichsklage gerichtlich überprüfen lassen¹²³. Auch wenn die Klage die Rechtswirksamkeit des Vorganges nicht hemmt und die Gerichte bei der Gutheissung von Ausgleichsklagen zurückhaltend sind¹²⁴, hat der Anbieter bei der Barabfindungsfusion letztlich keine Gewissheit, dass er den verbliebenen Minderheitsaktionären am Ende nicht eine höhere Abfindung ausrichten muss, als er unter dem Angebot bezahlt hat.

Im diesem Zusammenhang war lange Zeit offen, ob ein Gerichtsurteil im Rahmen einer Abfindungsklage, womit der Anbieter verpflichtet wird, eine über dem Angebotspreis liegende Abfindung auszurichten, für die Zwecke der Best Price Rule relevant ist, wenn der Fusionsvertrag innerhalb der kritischen Zeit-

¹²¹ Art. 8 Abs. 2 i.V.m. Art. 18 Abs. 5 des Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. Oktober 2003 (Fusionsgesetz, FusG, SR 221.301).

¹²² Gemäss Art. 7 Abs. 1 FusG muss die Abfindung unter Berücksichtigung des Vermögens der beteiligten Gesellschaften und aller anderen relevanten Umstände festgelegt werden.

¹²³ Art. 105 FusG. Dies im Unterschied zur börsenrechtlichen Kraftloserklärungsklage nach Art. 137 FinfraG.

¹²⁴ Siehe dazu Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 844.

periode von sechs Monaten seit Ablauf der Nachfrist¹²⁵ abgeschlossen wurde. Gegebenenfalls wäre der Anbieter verpflichtet, den höheren Angebotspreis auch denjenigen Aktionären nachzuzahlen, welche das Angebot angenommen haben. Nach der *herrschenden Lehre* ist die Frage zu verneinen. Danach ist ein für den Anbieter ungünstiges Abfindungsurteil nach Art. 105 FusG für die Zwecke der Best Price Rule irrelevant, namentlich weil die über dem Angebotspreis liegende Fusionsabfindung gegebenenfalls nicht auf einem Entscheid des Anbieters beruht¹²⁶.

2. Auffassung der UEK

Die UEK ist der Auffassung der herrschenden Lehre nicht gefolgt und hat im Fall *Pargesa Holding* entschieden, dass eine Barabfindungsfusion in den Anwendungsbereich der Best Price Rule fällt, wenn der Fusionsvertrag innerhalb von sechs Monaten seit dem Ablauf der Nachfrist abgeschlossen wird. Gegebenenfalls ist die Best Price Rule nach Auffassung der UEK verletzt, wenn der Anbieter in der Abfindungsfusion eine über dem Angebotspreis liegende Abfindung vorsieht, wie auch dann, wenn er im Rahmen einer Ausgleichsklage nach Art. 105 FusG zur Zahlung einer höheren Abfindung verpflichtet wird¹²⁷. Die UEK begründete ihren Entscheid im Wesentlichen damit, dass der Wortlaut von Art. 10 UEV klar sei und die Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Angebot angenommen haben, gegenüber den verbliebenen Minderheitsaktionären benachteiligt würden, wenn ihnen die höhere Abfindung nicht auch zukäme¹²⁸.

Der Entscheid i.S. *Pargesa Holding* geht m.E. fehl und ist zu bedauern. Doch wird man bis auf Weiteres damit leben müssen. Angesichts des Entscheids stellt sich Frage, wie der Anbieter das Risiko eines für ihn nachteiligen Abfindungsurteils im Nachgang zu einem öffentlichen Kaufangebot angemessen adressieren kann.

¹²⁵ Art. 10 Abs. 1 UEV.

¹²⁶ Siehe Gerhard/Jacquemoud, 188; Gericke/Wiedmer, Art. 10, N 66; Reutter/Hoch Classen, 398; Schenker, 278; Trautmann/von der Crone, 171; Tschäni, Squeeze-out, 64; a.M. Hari, 726; Jenny, 516. Entgegen der Interpretation der UEK (Verfügung 756/01 *Pargesa Holding AG* vom 13. Februar 2020 E. 5.4 Rz. 35) haben sich Tschäni/Diem/Gaberthüel in Rz. 844 keineswegs der Minderheitsmeinung angeschlossen. Jene Fundstelle bezieht sich auf die Abfindungsfusion und hat keinen Zusammenhang mit der Best Price Rule, die in dem Werk an anderer Stelle abgehandelt wird. Daraus erhellt auch, dass mit „Minderheitsaktionäre“ die nach dem Angebot noch verbliebenen Minderheitsaktionäre gemeint sind und natürlich nicht diejenigen Aktionäre, welche das Angebot angenommen haben.

¹²⁷ Verfügung 756/01 *Pargesa Holding AG* vom 13. Februar 2020 E. 5.6.

¹²⁸ Verfügung 756/01 *Pargesa Holding AG* vom 13. Februar 2020 E. 5.5.2.

3. Lösungsansätze

Eine auf der Hand liegende Variante, das Risiko eines für den Anbieter negativen Ausgleichsurteils mit Blick auf die Best Price Rule zu eliminieren, besteht darin, den Fusionsvertrag erst *nach Ablauf der für die Best Price Rule relevanten Periode* von sechs Monaten seit Ablauf der Nachfrist abzuschliessen¹²⁹. Aus dem Entscheid der UEK in Sachen *Pargesa Holding* folgt, dass unter solchen Umständen der Fusionsvorgang insgesamt von der Best Price Rule nicht erfasst wird¹³⁰. Allerdings ist ein solches Zuwarten für den Anbieter auch mit Nachteilen verbunden. So können sich positive Synergieeffekte verzögern. Ausserdem erhöht ein Zuwarten gerade auch das Risiko einer erfolgreichen Ausgleichsklage, weil der im Angebot offerierte (und von 90% der Aktionäre angenommene) Preis mit zunehmendem zeitlichem Abstand zum Angebot aufgrund von Wertveränderungen der Zielgesellschaft an Relevanz einbüßen kann.

Ein anderer Lösungsansatz besteht darin, den Fusionsvertrag zwar noch während der Geltungsdauer der Best Price Rule abzuschliessen, den Vertrag sowie die nachfolgenden Fusionsbeschlüsse jedoch unter die *Bedingung* zu stellen, dass *keine Ausgleichsklage* erhoben wird. Nach den Generalversammlungen, an welchen über die Fusion abgestimmt wird, wird der Fusionsbeschluss veröffentlicht, womit die zweimonatige Verwirkungsfrist für die Abfindungsklage zu laufen beginnt¹³¹. Schliesslich wird die Fusion nur und erst zur Eintragung beim Handelsregister angemeldet, wenn während der Klagefrist keine Klage erhoben wurde.

Der zweite Lösungsansatz erscheint reizvoll, ist jedoch mit gewissen Restzweifeln behaftet, denn es nicht vollends klar, wann die Zweimonatsfrist zur Anhebung der Ausgleichsklage zu laufen beginnt. Gemäss Art. 105 FusG ist die Klage im Falle einer Fusion „innerhalb von zwei Monaten nach der Veröffent-

¹²⁹ Eine zeitliche Limitierung, innerhalb welcher die Barabfindungsfusion nach dem Angebot durchgeführt werden müsste, besteht im Unterschied zur börsenrechtlichen Kraftloserklärungsklage (Art. 137 Abs. 1 FinfraG) nicht.

¹³⁰ Siehe Verfügung 756/01 *Pargesa Holding AG* vom 13. Februar 2020 E. 5.5.2 f. Zwar soll die Best Price Rule nach einer vereinzelter Lehrmeinung ungeachtet eines solchen Zuwartens zur Anwendung gelangen, wenn die Abfindungsfusion im Zeitpunkt des öffentlichen Angebots bereits geplant und entsprechend im Angebotsprospekt in Aussicht gestellt wurde (so Schenker, 409). Diese Auffassung betrifft jedoch von vornherein nur den Fall, in welchem der Anbieter aus freien Stücken eine über dem Angebotspreis liegende Abfindung vorsieht (siehe Schenker, 278, wonach die Best Price Rule nicht verletzt ist, wenn das Gericht eine höhere Abfindung festlegt).

¹³¹ Art. 105 FusG.

lichung des Fusionsbeschlusses“ zu erheben. Da jedoch der Fusionsbeschluss von Gesetzes wegen gar nicht veröffentlicht werden muss, sondern der Handelsregistereintrag im SHAB¹³², nimmt ein Teil der Lehre an, dass auch der Fristenlauf erst – und nur – mit der Veröffentlichung der Eintragung der Fusion im SHAB und damit nach dem Vollzug der Fusion beginnt¹³³. Nach einer anderen, m.E. zutreffenden Lehrmeinung kann der Fristenlauf dagegen auch durch eine vorgängige, separate Veröffentlichung des Fusionsbeschlusses ausgelöst werden, wobei die Publikation im SHAB oder in der für die Einberufung der Generalversammlung erforderlichen Form verlangt und ein Hinweis auf die fristauslösende Wirkung empfohlen wird¹³⁴. Folgt man dieser Lehrmeinung, die auch die Entstehungsgeschichte der Vorschrift berücksichtigt¹³⁵, so lässt sich der Vollzug der Fusion unter die Bedingung stellen, dass keine Ausgleichsklage erhoben wird. Der Squeeze-out Merger kann unmittelbar nach dem Vollzug des Kaufangebots vereinbart und beschlossen werden, ohne dass das Risiko besteht, dass der Angebotspreis aufgrund einer Ausgleichsklage gestützt auf die Best Price Rule erhöht werden müsste.

IX. Schlussfolgerungen

Auch in den letzten Jahren hat sich das Recht bzw. die Praxis der öffentlichen Kaufangebote in zahlreichen Punkten weiterentwickelt, obwohl die Marktaktivität jedenfalls während der COVID-19-Pandemie auf vergleichsweise tiefem Niveau verharrte. Während die Bestimmungen im FinfraG und den ausführenden Verordnungen unverändert geblieben sind, hat die UEK ihre Praxis weiter verfeinert. Allerdings sind auch diesbezüglich fundamentale Entwicklungen ausgeblieben. Insgesamt kann man feststellen, dass das Schweizer Übernahmerecht und die dazu entwickelte Praxis auf einem hohen und detaillierten Stand angelangt sind, sodass auch in absehbarer Zukunft keine tiefgreifenden Weiterentwicklungen zu erwarten sind.

Ein Bereich, in welchem die jüngere Vergangenheit zahlreiche Klärungen hervorgebracht hat, betrifft die Behandlung von *Mitarbeiterbeteiligungsplänen*.

¹³² Art. 35 Abs. 1 der Handelsregisterverordnung vom 17. Oktober 2007 (HRegV, SR 221.411) i.V.m. Art. 22 Abs. 1 FusG

¹³³ So Amstutz/Mabillard, Art. 105 N 28; Beretta, 169 f.; HK FusG-Bürgi/Glanzmann, Art. 105, N 26, und HK FusG-Schenker, Art. 106, N 24 f.; wohl auch Eugster, Rz. 386 f.; unklar BSK FusG-Dubs/Frehner, Art. 105, N 45.

¹³⁴ Siehe von der Crone et al., N 1187; ferner Nussbaumer, 122 f. (mit Bezug auf Art. 106 FusG); Comm. LFus-Bahar, Art. 106, N 16 (ebenfalls mit Bezug auf Art. 106 FusG); wohl auch Glanzmann, Rz. 800 und 802.

¹³⁵ Siehe von der Crone et al., N 2250.

Fast jede Publikumsgesellschaft verfügt über solche Pläne, und in fast jedem öffentlichen Kaufangebot ist festzulegen, wie damit umgegangen wird. In der rechtlichen Beurteilung sind sowohl aktien-, arbeits- und vergütungsrechtliche als auch übernahmerechtliche Fragestellungen zu adressieren. Mit Blick auf das Vergütungs- und das Übernahmerecht lautet die Kernfrage, ob den Planteilnehmern aufgrund einer Plananpassung ein Wert zukommt, der ihnen eigentlich nicht zusteht und sie im Vergleich zu den Aktionären privilegiert. Als übernahmerechtlich unproblematisch zu betrachten sind dabei regelmässig die Behandlung von reinen Cash-Ansprüchen, die Aufhebung von Sperrfristen bei gesperrten Aktien und die Beschleunigung von Vesting-Perioden bei Anwartschaften auf Aktien oder bei Optionen. Was die Ermittlung der Anzahl zuzuteilender Aktien unter Share Awards betrifft, wurde geklärt, dass eine Reduktion *pro rata temporis* nicht erforderlich und eine Zuteilung jedenfalls *at target*, unter Umständen auch darüber, möglich ist. Auch die häufig vorgesehene Umwandlung von Ansprüchen auf Titellieferung in Ansprüche auf Barausgleich gibt bei Barangeboten keine grösseren Probleme auf, ist nach Ansicht der UEK bei Tausch- und gemischten Angeboten hingegen nicht möglich (es sei denn, der Anbieter sehe im Angebot eine Baralternative vor).

In freundlichen Transaktionen schliessen der Anbieter und der Zielgesellschaften regelmässig eine Transaktionsvereinbarung ab, worin sich die Zielgesellschaft namentlich verpflichtet, das Angebot zu unterstützen. In diesem Zusammenhang hat die UEK in nunmehr zwei Fällen festgehalten, dass das *Fiduciary Out*, das es der Zielgesellschaft im Falle eines Konkurrenzangebots erlaubt, von ihrer Unterstützungspflicht Abstand zu nehmen, nicht mit Verweis auf die aktienrechtliche Sorgfalts- und Treuepflicht des Verwaltungsrates eingeschränkt werden darf. Damit stimmt sich die UEK gegen einen seit langem etablierten Standard der Transaktionspraxis. Wesentliche Auswirkungen dürften damit allerdings nicht verbunden sein, zumal konkurrierende Angebote in den letzten Jahren gänzlich ausser Übung geraten sind.

Opting-out und Opting-up sind Standardinstrumente, wenn es um die Strukturierung von Transaktionen geht, bei welchen zwar die Schwelle zur Angebotspflicht durchschritten wird, die vollständige Kontrollübernahme mittels Kaufangebot jedoch unerwünscht ist. In diesem Zusammenhang hat die UEK überraschend festgehalten, dass die Gültigkeit eines vor der Praxisänderung im Jahr 2012 eingeführten, nachträglichen *Opting-out* nach der neuen Praxis zu beurteilen ist, d.h. anhand der Voraussetzungen der transparenten Information und der Zustimmung der Mehrheit der Minderheit. Ferner wurde geklärt, dass die Stimmen von kontrollierenden Aktionären auch bei der Einführung drittbegünstigender, selektiver *Opting-outs* und *Opting-ups* in der Ermittlung der Mehrheit der Minderheit nicht gezählt dürfen. Schliesslich sind

nach Auffassung der Behörden stets die an der Generalversammlung vertretenen Stimmen massgebend, selbst wenn die Statuten ansonsten auf die abgegebenen Stimmen abstellen. Enthaltungen zählen damit effektiv als Nein-Stimmen. Damit wurden die Voraussetzungen für die Einführung eines Opting-out oder Opting-up nach Börsenkotierung weiter erhöht.

In einem stark umkämpften Fall wurden sodann auch die Voraussetzung für die Gewährung einer *Sanierungsausnahme* erhöht. Namentlich muss im Verfahren nunmehr schlüssig aufgezeigt werden, dass andere Eigenkapitalmassnahmen, die zu keinem Kontrollwechsel führen, gescheitert sind oder nicht aussichtsreich erscheinen. Zudem wurde die Sanierungsausnahme im betreffenden Fall erstmals befristet, und zwar auf rund fünf Jahren seit der Gewährung der Ausnahme. Durch die zeitliche Befristung erhöht sich das Risikopotenzial für sanierungswillige Investoren naturgemäss erheblich, was solche Investoren abschrecken könnte. Dementsprechend hat die UEK in einem späteren Fall ausdrücklich davon abgesehen, die gewährte Sanierungsmassnahme mit Auflagen zu versehen.

Die Schwelle zur Angebotspflicht kann auch durch passives Verhalten durchschritten werden, nämlich aufgrund einer *Kapitalherabsetzung*. Für solche Situationen ist gesetzlich ebenfalls eine *Ausnahmemöglichkeit* vorgesehen. Im bedeutenden Fall Roche Holding hatte die UEK Gelegenheit, die Voraussetzungen für eine entsprechende Ausnahme zu präzisieren. Danach wird die Ausnahme gewährt, wenn der Grenzwert passiv und darüber hinaus unfreiwillig überschritten wird, was in diesem Fall als gegeben betrachtet wurde. Allerdings führte der Vorgang im Fall Roche Holding faktisch nicht zu einem Kontrollwechsel. Es ist nicht sicher, ob die UEK Konstellationen, in welchen tatsächlich ein Kontrollwechsel resultieren würde, in jedem Fall gleich beurteilen würde.

Schliesslich hat die UEK die lange Zeit offene Frage beantwortet, inwieweit ein *Squeeze-out Merger* nach einem öffentlichen Kaufangebot für die Zwecke der *Best Price Rule* relevant ist. Die UEK hat festgehalten, dass der Anbieter den Angebotspreis gestützt auf die *Best Price Rule* nachträglich erhöhen muss, wenn der Fusionsvertrag innerhalb der kritischen Zeitperiode (sechs Monate seit Ablauf der Nachfrist) abgeschlossen wird und ein Gericht den Anbieter im Ergebnis zu einer Fusionsentschädigung verpflichtet, die über dem Angebotspreis liegt. Der Entscheid ist zu bedauern, denn er kann es dem Anbieter nach Durchführung des Kaufangebots erschweren, die vollständige Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen, ohne dass dafür überzeugende Gründe vorliegen würden. Die Praxis wird Lösungen für diese zusätzliche Erschwerung entwickeln.

Literaturverzeichnis

- Bahar Rashid, Kommentar zu Art. 29 bis 48, 51, 52, 69 bis 75, 105 bis 107 FusG, in: Peter Henry/Trigo Trinidad Rita (Hrsg.), *Commentaire LFus*, Zürich 2005 (zit. *Comm. LFus-Bahar*).
- Beretta Piera, *Strukturanpassungen*, Schweizerisches Privatrecht VIII/8, Basel 2006.
- Bösch René/Leisinger Benjamin, Kommentar zu Art. 3 lit. f-i, 35-36, 42, 51 FIDLEG, in: Sethe Rolf/Bösch René/Favre Olivier/Kramer Stefan/Schott Ansgar (Hrsg.), *Kommentar zum Finanzdienstleistungsgesetz FIDLEG*, Zürich/Basel/Genf 2021 (zit. *SK FIDLEG-Bösch/Leisinger*).
- Bürgi Paul/Glanzmann Lukas, Kommentar zu Art. 105 FusG, in: Baker & McKenzie (Hrsg.), *Stämpfli Handkommentar zum Fusionsgesetz*, 2. A., Bern 2015 (zit. *HK FusG-Bürgi/Glanzmann*).
- Diem Hans-Jakob, Der selektive Aktienrückkauf, in: Jung Peter/Krauskopf Frédéric/Cramer Conradin (Hrsg.), *Theorie und Praxis des Unternehmensrechts*, Festschrift zu Ehren von Lukas Handschin, Zürich/Basel/Genf 2020, 117 ff.
- Dubs Dieter/Frehner Fabienne, Kommentar zu Art. 105-107 FusG, in: Watter Rolf/Vogt Nedim Peter/Tschäni Rudolf/Daeniker Daniel (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Fusionsgesetz*, 2. A., Basel 2015 (zit. *BSK FusG-Dubs/Frehner*).
- Dubs Dieter/Frehner Fabienne, *The use and modalities of opting out/up clauses – new developments*, CapLaw 2021.
- Eugster Karin, *Die Überprüfung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte nach Art. 105 FusG*, Zürich/St. Gallen 2006.
- Gerhard Frank/Jacquemoud Philippe, *Merger vs. Exchange Offer: Remedies, Procedure, Triangular Merger, Quorum, Appraisal, Conflict of Interests*, *GesKR* 2012, 182 ff.
- Gericke Dieter, Das „Fiduciary Out“ bei öffentlichen und privaten M&A-Transaktionen, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XXI*, Zürich/Basel/Genf 2019, 43 ff.
- Gericke Dieter/Wiedmer Karin, *Kommentar Übernahmeverordnung (UEV)*, 2. A., Zürich 2020.
- Glanzmann Lukas, *Umstrukturierungen*, 3. A., Bern 2014.
- Hari Olivier, *Offre publique d'acquisition, fusion squeeze-out et action en examen des parts sociales*, *GesKR* 2015, 556 ff.
- Hofstetter Karl/Schilter-Heuberger Evelyn/Brönnimann Thomas, Kommentar zu Art. 135-136 FinfraG, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), *Basler Kommentar zum Finanzmarktaufsichtsgesetz und Finanzmarktinfrastrukturgesetz*, 3. A., Basel 2019 (zit. *BSK FINMAG und FinfraG-Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann*).
- Jentsch Valentin, *Transaktionsvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen: Inhalt, Zulässigkeit und Durchsetzung*, Zürich 2015.
- Jenny Marie, *La protection de l'offrant dans les offres publiques d'acquisition – La sécurité juridique à l'épreuve de la pratique*, Genf/Zürich 2018.

- Müller Thomas/Povay Pascal/Gotschev Gregor/Nagel Marc/Rees Lukas, Neuere Entwicklungen im Übernahmerecht, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XX*, Zürich/Basel/Genf 2018, 107 ff. (zit. Müller et. al.).
- Nussbaumer Annemarie, Die Anfechtung von Umstrukturierungsbeschlüssen nach Art. 106 und 107 Fusionsgesetz am Beispiel der Aktiengesellschaft, Zürich/Basel/Genf 2021.
- Oser David, Allg. Einleitung und Kommentar zu Art. 95 Abs. 3 BV, Vor Art. 13, Art. 13-21, Art. 28, Art. 31, Art. 33 VegüV, in: Oser David/Müller Andreas (Hrsg.), *Praxiskommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften*, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2018 (zit. PraxKomm. VegüV-Oser).
- Pöschel Ines, Kommentar zu Art. 20, 21 VegüV, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), *Basler Kommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV)*, Basel 2015 (zit. BSK VegüV-Pöschel).
- Reutter Thomas/Hoch Classen Mariel, Fusionsgesetzliche Ausgleichsklage und börsenrechtliche Preisvorschriften – Auflösung eines Normwiderspruchs, in: Vogt Nedim Peter/Stupp Eric/Dubs Dieter (Hrsg.), *Unternehmen – Transaktion – Recht, Liber Amicorum für Rolf Watter*, Zürich/St. Gallen 2008, 381 ff.
- Schenker Franz, Kommentar zu Art. 106 FusG, in: Baker & McKenzie (Hrsg.), *Stämpflis Handkommentar zum Fusionsgesetz*, 2. A., Bern 2015 (zit. HK FusG-Schenker).
- Schenker Urs, *Schweizerisches Übernahmerecht*, Bern 2009.
- Thévenoz Luc/Rees Lukas, Opting Out, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XVII*, Zürich/Basel/Genf 2015, 33 ff.
- Tschäni Rudolf, Sanierung und Pflichtangebot, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions V*, Zürich 2003, 75 ff. (zit. Tschäni, Sanierung).
- Tschäni Rudolf, Squeeze-out, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XII*, Zürich 2010, 37 ff. (zit. Tschäni, Squeeze-out).
- Tschäni Rudolf, Kommentar zu Art. 20 VegüV, in: Gerhard Frank/Maizar Karim/Spillmann Till, *Vergütungsrecht der Schweizer Publikumsgesellschaften, GesKR-Kommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV)*, Zürich 2014 (zit. GesKR-Komm. VegüV-Tschäni).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, 20 Jahre Megadeals, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XX*, Zürich/Basel/Genf 2018, 7 ff.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Kommentar zu Art. 2 lit. i, Vor Art. 125-141, Art. 125-133, 138-141, 152, 153 FinfraG, in: Watter Rolf/Bahar Rashid, *Basler Kommentar Finanzmarktaufsichtsgesetz und Finanzmarktinfrastrukturgesetz*, 3. A., Basel 2019 (zit. BSK FINMAG und FinfraG-Tschäni/Diem/Gaberthüel).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, *Öffentliche Kaufangebote*, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2020.
- Trautmann Matthias/von der Crone Hans Caspar, Die Angemessenheit der Abfindungen und Prozesskostentragung bei Squeeze-Out-Fusionen, *SZW* 2012, 163 ff.
- von der Crone Hans Caspar/Gersbach Andreas/Kessler Franz/von der Crone Brigitte/Ingber Karin, *Das Fusionsgesetz*, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2017 (zit. von der Crone et al.).

Zindel Gaudenz/Isler Peter, Kommentar zu Art. 650-652i, 781 OR, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf, Basler Kommentar Obligationenrecht II, 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR II-Zindel/Isler).

SPAC ante portas: Schweizerische SPACs und De-SPAC-Transaktionen

Frank Gerhard/Patrick Schmidt

Inhalt

I.	Einleitung	51
II.	Eigenschaften einer typischen SPAC	53
1.	Struktur und Lebenszyklus	53
2.	Vorteile gegenüber einem gewöhnlichen Börsengang	55
a)	Aus der Sicht der an der SPAC beteiligten Personen	55
b)	Aus der Sicht der am Zielunternehmen beteiligten Personen	56
III.	Gründung und Börsengang der SPAC	57
1.	Gesellschaftsrecht	57
a)	Vorbemerkung zur Gesellschaftsform und der Anwendbarkeit der allgemeinen Bestimmungen des schweizerischen Aktienrechts	57
b)	Gründung	59
aa)	Allgemeines	59
bb)	Gründung einer Unternehmenshülle	59
c)	Gesellschaftszweck	60
d)	Organe	61
e)	Kapitalstruktur	64
aa)	Gründer und Sponsoren	64
aaa)	Gründeraktien	64
bbb)	Höhe des Aktienkapitals	66
ccc)	Optionsrechte	68
bb)	Investoren	69
aaa)	Investorenaktien	69
bbb)	Höhe des Aktienkapitals	70
ccc)	Optionsrechte	71
f)	Übertragungsbeschränkung und Stimmrechtsbeschränkung	74
aa)	Vinkulierte Gründeraktien und Lock-up	74
bb)	Beschränkung der Stimmrechte von Investoren	76
g)	Treuhandkonto	77
2.	Börsenrecht	79
a)	Hintergrund des neuen Kotierungsstandards für SPACs	79
b)	Neue Bestimmungen im Einzelnen	80
aa)	Voraussetzungen für die Kotierung	80
aaa)	Allgemeines	80
bbb)	Schweizerische Aktiengesellschaft	81

ccc)	Zweck	82
ddd)	Treuhandkonto	82
eee)	Dauer und Kapitalausstattung	83
fff)	Prospekt	84
ggg)	Wandelanleihen	85
bb)	Voraussetzungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung	86
3.	Weitere regulatorische Aspekte	87
a)	Kollektivanlagengesetz	87
b)	Geldwäschereigesetz	88
c)	Bankengesetz	88
d)	Exkurs: Entwicklungen in den USA	89
IV.	De-SPAC-Transaktion	90
1.	Gesellschaftsrecht	90
a)	Vorbemerkung zu den Formen des Zusammenschlusses und mögliche De-SPAC-Transaktionen	90
b)	Zustimmungsbeschluss der Investoren	91
aa)	Zustimmung der Investoren im Rahmen der Generalversammlung	92
aaa)	Grundsatz	92
bbb)	Erste Ausnahme: Zweckbegrenzung	93
ccc)	Zweite Ausnahme: Beschränkte Dauer	94
bb)	Zustimmung der Investoren im Rahmen einer Sondersammlung	95
c)	Rückgaberecht der Publikumsaktionäre	96
aa)	Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft	97
bb)	Kapitalherabsetzung	100
cc)	Kapitalband	103
dd)	Exkurs: Rückkauf der Aktien durch Dritte	103
d)	Umwandlung der Gründeraktien	104
e)	PIPE-Transaktion	105
f)	Liquidation	109
aa)	Auflösung und Liquidation bei gescheiterter De-SPAC-Transaktion	109
bb)	Liquidationsverfahren	110
cc)	Verteilung des Liquidationserlöses und Abschluss des Liquidationsverfahrens	111
2.	Börsenrecht	112
a)	Neue Bestimmungen der SIX	112
aa)	Frist für die De-SPAC-Transaktion	112
bb)	Zustimmung der Investoren zur De-SPAC-Transaktion	112
aaa)	Allgemeines	112
bbb)	Einberufung der Investorenversammlung	113
ccc)	Information der Investoren	113
ddd)	Fairness Opinion	114
cc)	Wechsel des regulatorischen Standards	115
dd)	Rückgaberecht der Investoren	115
ee)	Weitere Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung	115

ff) Lock-up	116
gg) Liquidationsprivileg der Investoren	117
b) Sonderproblem: Übernahmerechtliche Anforderungen an den Rückkauf von Investorenaktien	117
3. Weitere regulatorische Aspekte	121
V. Schluss	121
Literaturverzeichnis	122

I. Einleitung

Special Purpose Acquisition Companies – oder kurz: SPACs – waren bis vor Kurzem in aller Munde. Zwar sind SPACs kein neues Phänomen; in ihrer heutigen Ausgestaltung gibt es sie schon seit etwa zwanzig Jahren. Allerdings hat die Anzahl der Börsengänge von SPACs seit Anfang 2020 deutlich zugenommen: In den USA wurden allein im Jahr 2021 613 neue SPACs zum Handel an der Börse zugelassen; das ist ein Grossteil aller Neukotierungen (63%).¹ Nicht ganz so viele SPACs sind 2021 im Vereinigten Königreich (6) und in der Europäischen Union (29) kotiert worden.² Im Vergleich zu den Vorjahren ist aber auch hier eine stark steigende Tendenz erkennbar. Seit ein paar Monaten nun hat der SPAC-Boom aber deutlich an Fahrt verloren.

In der Schweiz konnten SPACs lange nicht kotiert werden, weil die dafür notwendigen Rechtsgrundlagen nicht vorhanden waren. Das hat sich geändert: Im November 2021 hat die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA der SIX Swiss Exchange grünes Licht zur Einführung eines besonderen Kotierungsstandards für SPACs gegeben.³ Die neuen Regeln traten am 6. Dezember 2021 in Kraft. Seitdem ist es schweizerischen SPACs erlaubt, sich an der SIX zu kotieren. Der erste Börsengang einer SPAC bei der SIX liess denn auch nicht lange auf sich warten: die VT5 Acquisition Company AG, unter anderem mit den erfahrenen Investoren und Managern Gregor Greber, Heinz Kundert und Andreas Leutenegger, liess sich am 15. Dezember 2021 kotieren. Der Börsengang umfasste das Angebot von 20'000'001 Aktien sowie 6'666'657 Warrants zu CHF 10 je Aktie zuzüglich 1/3 eines Warrants je Aktie. Mit einem Eröffnungskurs von CHF 10.20 erzielte die VT5 Acquisition Company AG am ersten Handelstag eine Marktkapitalisierung von CHF 222 Millionen.

¹ <https://www.spacanalytics.com/>.

² <https://www.jdsupra.com/legalnews/european-spac-de-spac-data-statistics-4168545/>.

³ Siehe zu diesem neuen Kotierungsstandard im Einzelnen hinten [III.2](#) und [IV.2](#).

Diese Entwicklungen geben Anlass, das Phänomen SPAC aus schweizerischer Sicht genauer zu beleuchten und eine rechtliche Einordnung vorzunehmen, insbesondere vor dem Hintergrund gesellschaftsrechtlicher, börsenrechtlicher und sonstiger regulatorischer Überlegungen.⁴ Das ist das Thema dieses Beitrags.

Gegenstand der Analyse sind schweizerische SPACs, das heisst SPACs mit Sitz in der Schweiz, die an einer schweizerischen Börse (genauer: der SIX) kotiert sind. Grundsätzlich unberücksichtigt bleiben hingegen ausländische SPACs, also solche mit Sitz und Börsenkotierung im Ausland.⁵ Denn aus schweizerischer Sicht sind Transaktionen zwischen ausländischen SPACs und schweizerischen Zielunternehmen grundsätzlich unproblematisch, vorausgesetzt, die allgemeinen Regeln für grenzüberschreitende Akquisitionen und Zusammenschlüsse sind eingehalten.⁶ Transaktionen zwischen ausländischen SPACs und schweizerischen Zielunternehmen gab es schon vor Einführung eines Kotierungsstandards für SPACs und es gab sie auch danach.⁷

Der Beitrag ist im Wesentlichen in zwei Teile gegliedert: Im einen Teil geht es um jene rechtlichen Fragen und Probleme, die sich bei der Gründung und dem Börsengang von SPACs ergeben (III.). Im anderen Teil geht es um die De-SPAC-Transaktion, also um den Vorgang des Zusammenschlusses der SPAC mit dem Zielunternehmen (IV.). Bevor wir uns diesen beiden Hauptteilen widmen, soll jedoch zunächst ein Überblick gegeben werden, wie SPACs typischerweise ausgestaltet sind (II.):

⁴ Steuerrechtliche Überlegungen bleiben in diesem Beitrag grundsätzlich ausgeklammert.

⁵ Siehe zu diesen SPACs Courvoisier, SPACs, 348 ff. – Denkbar sind auch Mischformen (beispielsweise eine SPAC, die ihren Sitz in der Schweiz hat und bei einer Börse im Ausland kotiert ist). In einem solchen Fall sind die nachfolgenden Ausführungen zumindest insoweit bedeutsam, als das schweizerische Recht – das heisst: das Gesellschaftsrecht bei Sitz in der Schweiz und das Börsenrecht bei Kotierung an einer schweizerischen Börse – betroffen ist.

⁶ Siehe zu diesen allgemeinen Regeln Gerhard, Merger, 53 ff.

⁷ Bekannte Beispiele sind etwa die Transaktionen betreffend die Global Blue Group AG in 2020 (mit einer an der New York Stock Exchange kotierten SPAC), die HeiQ Materials AG in 2020 (mit einer an der London Stock Exchange kotierten SPAC) und die MoonLake Immunotherapeutics AG in 2021 (mit einer an der Nasdaq kotierten SPAC). Im Oktober 2022 haben sodann Oculis SA und European Biotech Acquisition Corp, eine an der Nasdaq kotierte SPAC, den Abschluss einer Zusammenschlussvereinbarung bekanntgegeben.

II. Eigenschaften einer typischen SPAC

1. Struktur und Lebenszyklus

SPACs sind Gesellschaften ohne operative Tätigkeit, deren einziger Zweck es ist, im Rahmen eines Börsengangs Barmittel aufzunehmen, um anschliessend innert einem bestimmten Zeitraum ein anderes, im Voraus noch nicht bestimmtes Unternehmen zu erwerben und so an die Börse zu bringen. SPACs werden vor diesem Hintergrund auch „Blankoscheck-Gesellschaften“ genannt.

Gegründet werden SPACs von erfahrenen Investoren und Managern. Finanziell unterstützt werden sie dabei von Sponsoren (typischerweise sind das institutionelle Investoren), die sich ebenfalls an der SPAC beteiligen. Die Gründer und Sponsoren können ihre Beteiligungsrechte zu Vorzugskonditionen zeichnen, weil sich die SPAC bis zum erfolgreichen Zusammenschluss mit einem Zielunternehmen – die sogenannte De-SPAC-Transaktion – ausschliesslich durch deren Einlagen finanziert, sie also das finanzielle Risiko eines Scheiterns der SPAC tragen. In einigen Fällen erhalten die Gründer und Sponsoren darüber hinaus auch noch Optionsrechte, die im Fall einer erfolgreichen De-SPAC-Transaktion zum Bezug weiterer Beteiligungsrechte berechtigen (*Sponsor Promote*).⁸ Eine darüber hinausgehende Entschädigung oder Vergütung, namentlich für die Führung der SPAC, erhalten sie jedoch nicht.

Die von den Gründern und Sponsoren gehaltenen Beteiligungsrechte sind vor der De-SPAC-Transaktion nicht kotiert. Gründer und Sponsoren sollen sowieso nur unter erschwerten Bedingungen ihre Beteiligungsrechte verkaufen können; das vor allem aus drei Gründen: Erstens mag es ein ungutes Signal an den Markt sein, wenn die Gründer und Sponsoren gleich nach der De-SPAC-Transaktion ihr Investment beenden; denn es sind die Gründer und Sponsoren, welche die SPAC und deren Zukunftsaussichten am besten kennen und einschätzen können. Scheiden sie aus der SPAC aus, wird der Börsenkurs unter Druck geraten. Zweitens soll verhindert werden, dass die Gründer und Sponsoren eine De-SPAC-Transaktion anstreben, die für die SPAC unvorteilhaft ist. Bleiben die Gründer und Sponsoren investiert, tragen sie das finanzielle Risiko einer unvorteilhaften De-SPAC-Transaktion mit. Und drittens sollen die Erfahrung, Reputation und Branchenkenntnisse der Gründer und Sponsoren – wofür die übrigen Investoren beim Börsengang der SPAC eine Prämie in der Form eines höheren Ausgabepreises für den Bezug ihrer Beteiligungsrechte bezahlen – auch noch nach der De-SPAC-Transaktion genutzt werden können.

⁸ Im Fall der VT5 Acquisition Company AG gab es keine Optionsrechte für die Gründer.

Beim Börsengang der SPAC können Investoren eine „Unit“ erwerben, die aus einem kotierten Beteiligungsrecht (*Common Stock*) und einem kotierten Optionsrecht zum Erwerb weiterer (kotierter) Beteiligungsrechte besteht (*Warrant*). Das Verhältnis ist normalerweise 2:1, das heisst, auf ein Beteiligungsrecht kommt ein halbes Optionsrecht. Die Beteiligungsrechte werden typischerweise zu einem Preis von USD 10 ausgegeben; die Optionsrechte sind gratis. Der Ausübungspreis für das Optionsrecht beträgt für gewöhnlich USD 11.50 (das heisst: 115% des Bezugspreises beim Börsengang). Die Optionsrechte können oftmals, aber nicht immer, erst nach einer erfolgreichen De-SPAC-Transaktion ausgeübt werden.

Mit den beim Börsengang aufgenommenen Mitteln finanziert die SPAC den Zusammenschluss mit dem Zielunternehmen. Diese Mittel werden darum gleich nach dem Börsengang in ein vom übrigen Gesellschaftsvermögen getrenntes Treuhandkonto (*Escrow Account*) eingezahlt und erst freigegeben, wenn ein geeignetes Zielunternehmen gefunden ist oder sich nicht mehr finden lässt. Reichen die beim Börsengang aufgenommenen Mittel für den Zusammenschluss mit dem Zielunternehmen nicht aus, kann die SPAC zusätzliche Mittel im Rahmen einer PIPE-Transaktion aufnehmen.

Haben die Gründer ein geeignetes Zielunternehmen gefunden, werden die dazugehörenden Vereinbarungen unterschrieben. Die Investoren (nicht aber die Gründer und Sponsoren) haben sodann das Recht, darüber abzustimmen, ob sie den Zusammenschluss mit diesem Zielunternehmen wollen oder nicht. Stimmen sie zu, wird der Zusammenschluss definitiv vollzogen und es erfolgt die De-SPAC-Transaktion; die SPAC wird zu einer operativ tätigen Gesellschaft oder zur Muttergesellschaft einer operativ tätigen Gesellschaft. Lehnen die Investoren den Zusammenschluss hingegen ab, müssen die Gründer ein anderes Zielunternehmen suchen.

Die Investoren haben das Recht, nach Genehmigung der De-SPAC-Transaktion ihre Beteiligungsrechte zurückzugeben und ihren *pro rata*-Anteil an den Mitteln auf dem Treuhandkonto zurückzufordern (*Redemption Right, Right to Resell*). Dadurch sollen die Investoren die Möglichkeit erhalten, relativ risikolos und ohne finanzielle Einbussen aus ihrer Investition auszusteigen (im Gegensatz dazu stellen die von den Gründern und Sponsoren zur Verfügung gestellten Mittel Risikokapital dar). Zudem wird damit dem Risiko vorgebeugt, dass im Zuge der De-SPAC-Transaktion die Aktie wegen grossem Verkaufsdruck im Wert sinkt. Das Rückgaberecht kann auf jene Investoren beschränkt werden, welche die De-SPAC-Transaktion ablehnen, jedoch von den anderen Investoren überstimmt werden. Das Rückgaberecht betrifft dabei die Beteiligungsrechte der Investoren, nicht jedoch deren Optionsrechte. Das heisst, dass die

Investoren ihre Optionsrechte behalten und, wenn sich der Börsenkurs gut entwickelt, neue Beteiligungsrechte zu den im Voraus festgelegten Bedingungen beziehen können; ansonsten verfallen die Optionen gegenleistungslos.

Für die Suche nach einem geeigneten Zielunternehmen und den Vollzug der De-SPAC-Transaktion steht den Gründern eine Maximalfrist von zwei bis drei Jahren zur Verfügung. Sollte sich innert dieser Frist kein Zielunternehmen finden lassen, das von den Investoren akzeptiert wird, muss die SPAC aufgelöst und liquidiert werden. Dabei haben die Investoren einen Liquidationsvorrang gegenüber den Gründern und Sponsoren. Letztere tragen mithin das Risiko, dass bei einer fehlgeschlagenen De-SPAC-Transaktion zu viele Mittel verbraucht wurden und sie darum ihre gesamten Einlagen verlieren. Am Gelingen der De-SPAC-Transaktion haben sie darum auch ein besonderes Interesse. Nach der De-SPAC-Transaktion werden die Beteiligungsrechte der Gründer und Sponsoren in „gewöhnliche“ Beteiligungsrechte – das heisst: in Beteiligungsrechte der Investoren – umgewandelt und an der Börse kotiert.

2. Vorteile gegenüber einem gewöhnlichen Börsengang

SPACs bieten verschiedene Vorteile gegenüber einem gewöhnlichen Börsengang, sowohl aus der Sicht der an der SPAC als auch aus der Sicht der am Zielunternehmen beteiligten Personen.

a) Aus der Sicht der an der SPAC beteiligten Personen

Gründer und Sponsoren haben den Vorteil, nach der De-SPAC-Transaktion in einer von Anfang an gut funktionierenden Gesellschaft investiert zu sein. Zudem können sie ihre Beteiligungsrechte zu einem tiefen Ausgabepreis zeichnen und ihren Gewinn durch Ausübung der ihnen bei Gründung allenfalls zugeteilten Optionsrechte maximieren. Funktional betrachtet entspricht das dem *Carried Interest* bei Private Equity-Strukturen. Demgegenüber ist das finanzielle Risiko der Gründer und Sponsoren auf ihre Einlage beschränkt; eine Nachschusspflicht besteht nicht. Gemessen an ihrem Kapitaleinsatz haben die Gründer und Sponsoren nicht nur überproportionale vermögensmässige Rechte, sondern auch ein überproportionales Stimmrecht, und sie können – selbst nach Vollzug der De-SPAC-Transaktion – einen massgeblichen Einfluss auf die strategische Ausrichtung und die Geschäftsführung des Zielunternehmens nehmen.

Investoren können durch Ausübung ihrer Optionsrechte weitere Beteiligungen zu einem Preis unter dem Börsenkurs erwerben; sie haben also einen vermögensmässigen Vorteil. Sie können zudem über den Vollzug der De-SPAC-

Transaktion abstimmen und haben somit das letzte Wort, wenn es um den Zusammenschluss mit einem Zielunternehmen geht. Und sie erhalten die Möglichkeit, durch Ausübung ihres Rückgaberechts risikolos aus ihrer Investition auszusteigen; in diesem Fall erhalten sie ihren *pro rata*-Anteil an den Mitteln auf dem Treuhandkonto zurück.

Ein anderer Vorteil von SPACs, der immer wieder genannt wird, sei, dass der gesamte Vorgang des Börsengangs viel schneller vollzogen werden kann, weil SPACs keine Analystenberichte einholen und keine Jahresabschlüsse erstellen und prüfen lassen müssen und der Prospekt folglich auch recht standardisiert gehalten und innert kurzer Zeit vorbereitet werden kann. Ausserdem sei der Börsengang schneller vollzogen, weil es kein eigentliches Bookbuilding-Verfahren zwecks Preisbildung gibt, da der Ausgabepreis von Anfang an fest bestimmt ist. Aus diesen Gründen mag der Börsengang im Einzelfall tatsächlich schneller sein. Das muss aber nicht in jedem Fall so sein, vor allem wenn man auch die De-SPAC-Transaktion miteinbezieht. Denn auch bei der De-SPAC-Transaktion müssen bestimmte Informationen offengelegt und ein dem Kotierungsprospekt ähnliches Informationsblatt – mit allenfalls Zusatzinformationen gegenüber einem gewöhnlichen Prospekt – vorbereitet werden. Unter Umständen kann das dazu führen, dass der Aufwand für die Offenlegung letztlich einem gewöhnlichen Börsengang entspricht oder sogar darüber hinausgeht. Schliesslich ist zu berücksichtigen, dass vor Vollzug der De-SPAC-Transaktion noch ein zustimmender Beschluss der Investoren eingeholt und, soweit die beim Börsengang aufgenommenen Mittel für die Finanzierung des Erwerbs des Zielunternehmens nicht ausreichen, ein Investment Agreement mit potenziellen PIPE-Investoren verhandelt werden muss. Auch das kann das ganze Verfahren verzögern.

b) Aus der Sicht der am Zielunternehmen beteiligten Personen

Bei einer De-SPAC-Transaktion besteht für das Zielunternehmen eine grössere Preissicherheit und ein geringeres Transaktionsrisiko, weil die Bedingungen des Börsengangs das Ergebnis der Verhandlungen mit der SPAC sind und nicht den Stimmungsschwankungen am Markt unterliegen. Zudem mögen das Zielunternehmen und die daran beteiligten Personen von der Reputation, Erfahrung und Branchenkenntnis der Gründer und Sponsoren profitieren, was SPACs zu besonders interessanten Transaktionspartnern macht.

III. Gründung und Börsengang der SPAC

I. Gesellschaftsrecht

- a) *Vorbemerkung zur Gesellschaftsform und der Anwendbarkeit der allgemeinen Bestimmungen des schweizerischen Aktienrechts*

Haben SPACs ihren Sitz in der Schweiz, sind für Fragen der Organisation die Bestimmungen des schweizerischen Gesellschaftsrechts anwendbar.⁹ Dieses geht vom Grundsatz des *numerus clausus* zulässiger Gesellschaftsformen aus. Das heisst, dass – anders als im Schuldrecht, das bei der Ausgestaltung von Verträgen weitgehend vom Grundsatz der Privatautonomie geprägt ist – im Gesellschaftsrecht bloss eine abschliessende Anzahl von Rechtsformen zur Verfügung steht, deren inhaltliche Ausgestaltung beschränkt ist.¹⁰ Für SPACs kennt das schweizerische Gesellschaftsrecht keine besondere Rechtsfigur. SPACs sind darum den allgemeinen Bestimmungen unterworfen, die für die bekannten Gesellschaftsformen gelten.

Angesichts des Zwecks einer SPAC mag es auf der Hand liegen, sie in der Form einer Aktiengesellschaft zu organisieren.¹¹ Denn zum einen soll die Mitgliedschaft – oder genauer: die Mitgliedschaft der Investoren – leicht übertragen werden können, sodass die Aktien an einer Börse handelbar sind, und die Mitgliedschaftspflichten sollen sich auf die finanzielle Beitragspflicht beschränken. Dadurch unterscheidet sich die SPAC von Gesellschaften, die in der Form der GmbH organisiert sind. Zum anderen sollen die im Rahmen des Börsengangs aufgenommenen Mittel nicht zur Vermögensanlage gebraucht werden, sondern einzig und allein für den Zusammenschluss mit einem noch nicht kotierten Zielunternehmen. In dieser Hinsicht grenzt sich die SPAC von den kollektiven Kapitalanlagen auf gesellschaftsrechtlicher Basis (SICAV [Art. 36 ff. KAG], Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen [Art. 98 ff. KAG] und SICAF [Art. 110 ff. KAG]) ab.¹²

⁹ Nach Art. 154 IPRG gilt in der Schweiz das Inkorporationsstatut, das heisst, die Bestimmung des anwendbaren Gesellschaftsrechts richtet sich nach dem Ort des Registereintrags der Gesellschaft.

¹⁰ Meier-Hayoz/Forstmoser/Sethe, § 11 Rz 2.

¹¹ Dies umso mehr, als nun auch das revidierte Kotierungsreglement (anders als noch der Vernehmlassungsentwurf) vorsieht, dass SPACs „Aktiengesellschaften nach schweizerischem Recht“ sein müssen (Art. 89h Abs. 1 KR; siehe dazu noch genauer hinten [III.2.b](#)).

¹² Siehe zu den kollektiven Kapitalanlagen auf gesellschaftsrechtlicher Basis noch genauer hinten [III.3.a](#).

Dass SPACs den allgemeinen Bestimmungen unterworfen sind, heisst somit vor allem, dass das für Aktiengesellschaften geltende Recht beachtet werden muss. Anwendbar ist also in erster Linie das Recht über die Aktiengesellschaft, das in Art. 620 ff. OR geregelt ist und das vor Kurzem Gegenstand einer umfassenden Revision war.¹³ Daneben können jedoch auch noch andere Bestimmungen bedeutsam sein, namentlich die Bestimmungen betreffend das Handelsregister (Art. 927 ff. OR), die Geschäftsfirmen (Art. 944 ff. OR), die kaufmännische Buchführung und Rechnungslegung (Art. 957 ff. OR), nichtfinanzielle Belange (Art. 964a ff. OR), das Wertpapierrecht (Art. 965 ff. OR) und die juristischen Personen (Art. 52 ff. ZGB) sowie der allgemeine Teil des Schuldrechts (Art. 1 ff. OR). Auch das Bucheffektengesetz kann von Bedeutung sein. Zumindest nach dem Börsengang der SPAC ebenfalls anwendbar sind die Bestimmungen aus der Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV), die nach der Revision des Aktienrechts vor allem im vierten Abschnitt über die Vergütungen bei Gesellschaften, deren Aktien an einer Börse kotiert sind, geregelt sein werden (Art. 732 ff. nOR).

Die Aktiengesellschaft ist kapitalbezogen strukturiert und insofern als Gegensatz zu personenbezogenen Gesellschaften konzipiert. SPACs haben jedoch verschiedene Bezüge zu personalistischen Elementen und sie sind darum keine typischen Aktiengesellschaften. So sollen die Investoren das Recht haben, aus der SPAC auszutreten bzw. ihre Mitgliedschaft unter Rückforderung ihrer Einlage zu kündigen.¹⁴ Die Gründer und Sponsoren haben zudem – gemessen an ihrem Kapitaleinsatz und im Vergleich zu den Investoren – überproportionale Stimm- und Vermögensrechte.¹⁵ Und die Gründer und Sponsoren sollen ihre Beteiligung nur unter erschwerten Bedingungen verkaufen können.¹⁶ Der Gesetzgeber lässt Relativierungen der Kapitalbezogenheit einer Aktiengesellschaft grundsätzlich zu. Der gesetzliche Typus der Aktiengesellschaft allein ist noch keine Schranke für atypische Ausgestaltungen. Im Prinzip ist es also möglich, die SPAC nach personalistischen Strukturelementen zu organisieren. Der Spielraum endet allerdings dort, wo zwingendes Recht in Rede steht. Denn zwingendem Recht sind selbstverständlich auch atypische Ausge-

¹³ Die Revision des Aktienrechts wurde vom Parlament am 19. Juni 2020 beschlossen (AS 2020, 4005 ff.). Die neuen Bestimmungen werden am 1. Januar 2023 in Kraft treten. In diesem Beitrag werden diese Bestimmungen mit der Abkürzung „nOR“ zitiert; nicht geänderte Bestimmungen werden mit „OR“ zitiert.

¹⁴ Siehe dazu hinten [IV.1.c\).](#)

¹⁵ Siehe dazu hinten [III.1.e\).](#)

¹⁶ Siehe dazu hinten [III.1.f\).](#)

staltungen einer Aktiengesellschaft unterworfen.¹⁷ Die Möglichkeit, die vorhin dargelegten typischen Wesensmerkmale einer SPAC auf schweizerische SPACs zu übertragen,¹⁸ und die nachfolgenden Ausführungen sind in diesen Zusammenhang zu stellen.

b) *Gründung*

aa) *Allgemeines*

Zur Gründung einer SPAC müssen die Gründer in öffentlicher Urkunde erklären, eine Gesellschaft zu gründen, darin die Statuten festlegen und die Organe bestellen (Art. 629 Abs. 1 OR). Ist die SPAC errichtet, muss sie sodann vom Verwaltungsrat ins Handelsregister des Ortes eingetragen werden, in dem sie ihren Sitz hat (Art. 640 OR). Erst mit der Eintragung im Handelsregister erlangt die SPAC ihre Rechtspersönlichkeit (Art. 643 Abs. 1 OR).

Die VT5 Acquisition Company AG, die erste schweizerische SPAC, wurde von Kundert Consulting Establishment, Christopher Detweiler, Jennifer Maag, Gregor Greber und Andreas Leutenegger gegründet. Eric Sibbern erwarb zudem kurz nach der Gründung Aktien von einigen der erwähnten Gründern. Die Veraison SICAV, der einzige Sponsor der VT5 Acquisition Company AG, war hingegen an der Gründung nicht beteiligt; sie erwarb erst nach der Gründung Aktien, die im Rahmen der Kapitalerhöhung anlässlich des Börsengangs geschaffen wurden.

bb) *Gründung einer Unternehmenshülle*

SPACs haben keine eigentliche operative Tätigkeit; bis zur De-SPAC-Transaktion besteht ihr einziger Zweck darin, ein geeignetes Zielunternehmen zu finden. Aus diesem Grund bezeichnet man SPACs zuweilen auch als leere Unternehmenshüllen. Die Gründung solcher Unternehmenshüllen – man mag unter Umständen auch von der Gründung einer Vorrats- oder Mantelgesellschaft sprechen wollen –¹⁹ ist in rechtlicher Hinsicht bedenklich, wenn man den Charakter der Gesellschaft als eine Unternehmenshülle nicht gehörig offenlegt.²⁰ Soweit allerdings der Charakter der Gesellschaft aus dem Eintrag im Han-

¹⁷ Siehe zum Gesagten Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 2 Rz 64 ff. (insbesondere Rz 72 und 76).

¹⁸ Siehe vorne [II.1.](#)

¹⁹ Siehe zu Vorrats- und Mantelgesellschaften allgemein Prader, *passim*; Müller/Ong/Odermatt, 208 ff.; Vischer, 563 f.

²⁰ Siehe Prader, 45 ff. und 48 ff.

delsregister bzw. aus den dazugehörenden Belegen ersichtlich ist, ist gegen die Gründung einer Unternehmenshülle nichts einzuwenden.²¹ Denn Aktiengesellschaften müssen nicht gleich nach ihrer Gründung eine operative Tätigkeit aufnehmen.

Probleme ergeben sich erst, wenn die SPAC – oder die Gesellschaft, die einmal als SPAC dienen soll – übertragen werden soll. Denn das Bundesgericht hat den Mantelgesellschaftshandel für grundsätzlich unzulässig und das entsprechende Rechtsgeschäft zur Übertragung der Gesellschaft (etwa das Rechtsgeschäft zur Übertragung von Aktien) für nichtig erklärt.²² Das heisst allerdings nicht, dass die börsenmässige Übertragung neu geschaffener Aktien für Investoren nicht möglich ist; solche Rechtsgeschäfte sind zulässig, da sie wirtschaftlich betrachtet nicht der Übertragung der Gesellschaft gleichstehen. Unzulässig wäre jedoch, wenn die Gründer und Sponsoren schon bestehende Unternehmenshüllen von Dritten günstig kaufen, in diese dann finanzielle Mittel (etwa zurückerstattungspflichtiges Fremdkapital) einlegen und sie anschliessend als SPAC an die Börse bringen.

c) *Gesellschaftszweck*

Zum notwendigen Inhalt der Statuten gehört der Gesellschaftszweck (Art. 626 Abs. 1 Ziff. 2 nOR). Bei SPACs fällt die Formulierung der entsprechenden Statutenbestimmung gar nicht so leicht. Denn es muss zwischen zwei Phasen unterschieden werden: In einer ersten Phase besteht der Zweck darin, die Aktien der SPAC an der Börse zu kotieren und dort Barmittel aufzunehmen, um sich anschliessend mit einem anderen Unternehmen zusammenzuschliessen. Nach der De-SPAC-Transaktion und mithin in einer zweiten Phase soll die SPAC dann eine operativ tätige Gesellschaft sein, sei dies direkt oder als Holdinggesellschaft.

Hinzu kommt noch ein Weiteres: Nach einem allgemeinen Grundsatz muss der Zweck so umschrieben sein, dass das Tätigkeitsfeld der Gesellschaft für Dritte klar ersichtlich ist (Art. 118 Abs. 1 HRegV). Daraus könnte man ableiten, dass schon im Zeitpunkt der Gründung feststehen müsste, in welchem konkreten Bereich das Zielunternehmen tätig ist und die SPAC künftig tätig sein wird. Das würde bei SPACs Probleme bereiten, weil sich SPACs oftmals dafür entscheiden, sich in dieser Hinsicht Gestaltungsspielraum vorzubehalten. Unserer Ansicht nach muss Art. 118 Abs. 1 HRegV aber auch nicht so restriktiv ausgelegt werden. Es ist darum zwar so, dass angegeben werden muss, in wel-

²¹ Siehe Prader, 33 ff.

²² BGE 123 III 473 E. 5c S. 483 f.; BGE 80 I 60 E. 3 S. 64; BGE 64 II 361 E. 1 S. 363.

chem Bereich oder welchen Bereichen nach Unternehmen Ausschau gehalten wird. Eine „Blanko-Bevollmächtigung“ in dem Sinn, dass die SPAC irgendwelche Unternehmen aus allen Branchen erwerben könnte, wäre unzulässig, weil dadurch das Tätigkeitsgebiet, in dem die SPAC künftig operativ tätig sein wird, nicht ausreichend klar definiert wäre.²³ Allerdings sollen auch keine unnötigen Einschränkungen gemacht werden müssen, die schon bei leichter Ausdehnung der Suche nach geeigneten Zielunternehmen eine Statutenänderung erfordern würden. Daraus ergibt sich die Empfehlung, den Bereich, in dem nach Unternehmen gesucht wird, in den Statuten immerhin grob zu umreißen (z.B. Technologie- oder Pharmabereich).

Konkret formuliert könnte eine Zweckbestimmung etwa wie folgt lauten (für den Fall, dass die SPAC nach der De-SPAC-Transaktion eine Holdinggesellschaft sein wird):

„1 Die Gesellschaft bezweckt den direkten oder indirekten Erwerb von einer oder mehreren operativ tätigen Gesellschaften oder Unternehmen mit Schwerpunkt in den Bereichen [...] und verwandten Branchen und Gebieten.

2 Nach Abschluss und Vollzug dieses Erwerbs bezweckt die Gesellschaft auch den Erwerb, das Halten, die Verwaltung, die Verwertung und die Veräusserung von in- und ausländischen Beteiligungen, ob direkt oder indirekt, insbesondere in den Bereichen [...] und verwandten Branchen und Gebieten. Die Gesellschaft kann alle Geschäfte tätigen, die als geeignet erscheinen, den Zweck der Gesellschaft zu fördern, oder die mit diesem zusammenhängen.“²⁴

d) Organe

Die SPAC muss wie grundsätzlich jede Aktiengesellschaft zwingend über mindestens drei Organe verfügen: Generalversammlung (Art. 698 ff. OR), Verwaltungsrat (Art. 707 ff. OR) und Revisionsstelle (Art. 727 ff. OR). Dazu kommt der für börsenkotierte Aktiengesellschaften notwendige Vergütungsausschuss (Art. 733 nOR). Die Statuten und das Organisationsreglement können jedoch auch noch weitere Organe vorsehen.²⁵ Denkbar ist insbesondere, die Geschäftsführung an eine Geschäftsleitung zu übertragen, zum Beispiel an ein-

²³ Eine solche „Blanko-Bevollmächtigung“ wäre auch unzweckmässig, weil den Gründern – die ein besonderes Interesse am Vollzug der De-SPAC-Transaktion haben – ein zu weiter Gestaltungsspielraum eingeräumt würde.

²⁴ Vgl. zudem die Zweckbestimmung der VT5 Acquisition Company AG.

²⁵ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 19 Rz 4.

zelle Gründer oder externe Dritte, die als Management der SPAC fungieren. Möglich ist sodann auch die Schaffung eines Gremiums, das dem vor allem in Deutschland verbreiteten Beirat ähnlich ist.

Die Generalversammlung ist das Organ, in dem die Aktionäre ihren Willen zum Ausdruck bringen und andere Aktionärsrechte ausüben können. Sie fasst ihre Beschlüsse und vollzieht ihre Wahlen mit der Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen, soweit das Gesetz (namentlich Art. 704 Abs. 1 nOR) oder die Statuten keine abweichenden Quorumsvorschriften vorsehen (Art. 703 Abs. 1 nOR). Im Zeitraum zwischen der Gründung und dem Börsengang der SPAC besteht das Aktionariat aus den Gründern und den Sponsoren; nach dem Börsengang vergrößert es sich um die Investoren, die im Rahmen des Börsengangs Aktien zeichnen.

Der Verwaltungsrat ist die aktienrechtliche Exekutive, die – zumindest nach der gesetzlichen Konzeption – die Geschäfte führt und die SPAC nach aussen vertritt (Art. 716 und 718 OR). Er besteht aus einem oder mehreren Mitgliedern (Art. 707 Abs. 1 nOR). Die Mitglieder des ersten Verwaltungsrats legen die Gründer bei der Gründung der SPAC fest. Oftmals werden dabei die Gründer selbst Einsitz im Verwaltungsrat nehmen; die Sponsoren sind am operativen Geschäft typischerweise nicht beteiligt. Nach dem Börsengang können auch die Investoren Einfluss auf die Zusammensetzung des Verwaltungsrats nehmen. Denn die Amtsdauer der Mitglieder des Verwaltungsrats einer börsenkotierten Gesellschaft endet von Gesetzes wegen spätestens mit dem Abschluss der nächsten ordentlichen Generalversammlung (Art. 710 Abs. 1 nOR). Den ersten Präsidenten des Verwaltungsrats wählt der Verwaltungsrat, sofern die Statuten nicht etwas anderes bestimmen. Nach dem Börsengang der SPAC wählt die Generalversammlung den Präsidenten des Verwaltungsrats (Art. 712 Abs. 1 und 2 nOR).

Die Statuten können über die gesetzlichen Mindestanforderungen hinausgehende Vorschriften über die Wählbarkeit in den Verwaltungsrat aufstellen, beispielsweise hinsichtlich Nationalität, Wohnsitz, fachlicher Qualifikation oder Beruf.²⁶ Auch statutarische Wählbarkeitsvorschriften für Vertreter von Aktionärskategorien – beispielsweise Vertreter der Gründer und Sponsoren auf der einen Seite und Vertreter der Investoren auf der anderen Seite – sind denkbar. Weitere Vorschriften können sich aus den Reglementen der Börse er-

²⁶ Böckli, § 13 Rz 43 ff.; BSK OR II-Wernli/Rizzi, Art. 707, N 30. – Siehe dazu Art. 24 Abs. 1 der Statuten der Dufry AG, wonach die Mitglieder des Verwaltungsrats bestimmte Fachkompetenzen haben müssen.

geben, bei der die SPAC kotiert ist.²⁷ Bis zur De-SPAC-Transaktion ist die neue Bestimmung über die Vertretung der Geschlechter im Verwaltungsrat und in der Geschäftsleitung (Art. 734f OR) normalerweise nicht anwendbar, weil solche SPACs die Voraussetzungen von Art. 727 Abs. 1 Ziff. 2 OR nicht erfüllen.

Der Verwaltungsrat hat die Pflicht, die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen zu wahren (Art. 717 Abs. 1 OR). Persönliche Interessen und Interessen Dritter sind hinter die Interessen der Gesellschaft zurückzustellen.²⁸ Unter diesem Blickwinkel ist dem folgenden Umstand besondere Beachtung zu schenken: Jene Mitglieder des Verwaltungsrats, die als Gründer im Rahmen der Gründung Aktien (und allenfalls Optionsrechte) zeichnen und erwerben (und die als Vertreter der Sponsoren im Verwaltungsrat sind), haben ein starkes finanzielles Interesse daran, eine De-SPAC-Transaktion abzuschliessen und zu vollziehen. Denn nur in diesem Fall zahlt sich ihre Investition (bzw. die Investition des Sponsors) auch aus. Erfolgt keine De-SPAC-Transaktion, bleiben sie auf den Kosten für die Gründung und den Börsengang sitzen und ihre Aktien und Optionsrechte haben keinen Wert mehr. Das mag diese Mitglieder des Verwaltungsrats dazu verleiten, eine De-SPAC-Transaktion auch zu weniger attraktiven Konditionen zu vollziehen, wodurch sie letztlich auf Kosten der Investoren spekulieren. Dieser potenzielle Interessenkonflikt – der mit fortschreitender Zeit und nahendem Ende der Ermächtigung, ein geeignetes Zielunternehmen zu suchen, anschwillt – wird immerhin insofern adressiert, als die De-SPAC-Transaktion zwingend von den Investoren genehmigt werden muss und die Investoren ihre Aktien zurückgeben können, sollte eine ihnen nicht genehme De-SPAC-Transaktion durchgeführt werden.²⁹ Zudem können die Bedingungen der De-SPAC-Transaktion im Rahmen einer PIPE-Transaktion validiert werden.³⁰ Schliesslich könnten die in einem Interessenkonflikt befindlichen Mitglieder des Verwaltungsrats für Schäden im Zusammenhang mit einer De-SPAC-Transaktion zu unvorteilhaften Konditionen haftbar werden.

²⁷ Siehe in diesem Zusammenhang beispielsweise Art. 3.1 des Anhangs zur Corporate Governance Richtlinie der SIX.

²⁸ BGE 130 III 213 E. 2.2.2 S. 219; ZK OR-Bühler, Art. 717, N 125 ff. (insbesondere N 140); Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz 27.

²⁹ Siehe dazu auch Klausner/Ohlrogge, *passim*. – Diese Autoren führen darüber hinaus auch aus, dass der erwähnte Interessenkonflikt insofern adressiert werden könnte, als die Mittel der Investoren auf ein Treuhandkonto einbezahlt würden. Nach schweizerischer Rechtsauffassung kann damit aber nicht in jedem Fall verhindert werden, dass das Management der SPAC auf die Mittel der Investoren zugreift (siehe dazu hinten [III.1.g](#)).

³⁰ Siehe zur Validierung der Bedingungen der De-SPAC-Transaktion im Rahmen einer PIPE-Transaktion noch genauer hinten [IV.1.e](#) – Vgl. zum Interessenkonflikt der Gründer auch Courvoisier/Reutter, 252.

Die SPAC unterliegt – spätestens nach ihrem Börsengang – der ordentlichen Revision und muss darum eine Revisionsstelle bestimmen (Art. 727 Abs. 1 Ziff. 1 OR). Als Revisionsstelle ist ein staatlich beaufsichtigtes Revisionsunternehmen nach den Vorschriften des RAG zu bezeichnen (Art. 727b OR).

Nach dem Börsengang muss die Generalversammlung die Mitglieder des Vergütungsausschusses einzeln wählen (Art. 733 Abs. 1 nOR). Wählbar sind die Mitglieder des Verwaltungsrats (Art. 733 Abs. 2 nOR). Der Vergütungsausschuss erstellt einen jährlichen Vergütungsbericht, in dem unter anderem auch die Beteiligungsrechte an der SPAC und die Optionsrechte auf solche Rechte jedes gegenwärtigen Mitglieds des Verwaltungsrats offengelegt werden muss (Art. 734d nOR).

e) Kapitalstruktur

Für die Darstellungen über die Kapitalstruktur der SPAC wird im Folgenden zwischen Gründern und Sponsoren auf der einen Seite und Investoren auf der anderen Seite unterschieden. Denn zum einen unterscheiden sich die Aktien und Optionsrechte der Gründer und Sponsoren von den Aktien und Optionsrechten der Investoren; es werden unterschiedliche Aktionärskategorien geschaffen. Und zum anderen werden die Aktien und Optionsrechte nicht im gleichen Zeitpunkt ausgegeben: Die Gründer und Sponsoren zeichnen ihre Aktien und erhalten ihre Optionsrechte anlässlich der Gründung der SPAC oder kurze Zeit danach; die Investoren erhalten ihre Aktien und Optionsrechte hingegen erst nach dem Börsengang.

aa) Gründer und Sponsoren

aaa) Gründeraktien

Die Gründer zeichnen ihre Aktien anlässlich der Gründung der SPAC. Die Sponsoren zeichnen ihre Aktien entweder anlässlich der Gründung oder kurz danach, in der Regel im Rahmen einer Kapitalerhöhung vor dem Börsengang. Der Einfachheit halber werden die Aktien der Gründer und Sponsoren nachfolgend „Gründeraktien“ genannt (im Gegensatz dazu die Aktien der Investoren: „Investorenaktien“), weil sie im Wesentlichen die gleichen Eigenschaften haben.

Ihre Gründeraktien erhalten die Gründer und Sponsoren typischerweise zu einem tieferen Ausgabepreis als die Investoren.³¹ Gemessen an ihrem Kapitaleinsatz haben sie darum überproportionale Stimm- und Vermögensrechte.³² Das muss allerdings nicht notwendigerweise heissen, dass es sich bei den Gründeraktien um Stimmrechtsaktien im Sinn von Art. 693 Abs. 1 nOR handeln muss. In der Regel ist der Nennwert der Gründer- und Investorenaktien derselbe (beispielsweise CHF 0.10).

Gegenüber den Investorenaktien, haben die Gründeraktien einen Liquidationsnachrang. Kommt es zur Liquidation der SPAC, weil innerhalb der vorgeschriebenen Maximalfrist keine De-SPAC-Transaktion realisiert werden konnte, müssen zunächst die Investoren aus dem Liquidationsüberschuss befriedigt werden (und zwar bis zum vollen Betrag des Ausgabepreises)³³. Erst danach werden die Gründer und Sponsoren in der Höhe des von ihnen bezahlten Betrags für die Gründeraktien befriedigt.³⁴ Gerade darin liegt das (zusätzliche) finanzielle Risiko der Gründer und Sponsoren: Findet keine De-SPAC-Transaktion statt, bleiben sie auf den Kosten für die Gründung und den Börsengang der SPAC sitzen. Erst wenn die De-SPAC-Transaktion erfolgreich vollzogen worden ist, werden die Gründeraktien in gewöhnliche Investorenaktien umgewandelt, womit dann alle Aktien vermögensrechtlich wieder gleichgestellt sind.³⁵

Die Gründeraktien sind nicht kotiert und können vor der De-SPAC Transaktion auch nicht kotiert werden. Das hat mit Art. 19 KR zu tun: Nach Abs. 1 dieser Bestimmung muss zum Zeitpunkt der Kotierung „eine ausreichende Streuung der Effekten bestehen“. Und nach Abs. 2 gilt eine ausreichende Streuung nur dann als erreicht, „wenn die in der gleichen Kategorie ausstehenden Effekten des Emittenten zu mindestens 20% im Publikumsbesitz sind und die Kapitalisierung der sich im Publikumsbesitz befindenden Effekten mindestens CHF 25 Millionen beträgt“. Die Gründeraktien werden allein von den Gründern und Sponsoren gehalten; sie befinden sich nicht im Publikumsbesitz. Es fehlt darum an der ausreichenden Streuung für eine Kotierung der Gründeraktien.

³¹ Die Gründer der VT5 Acquisition Company AG haben ihre Aktien zum Ausgabepreis von CHF 1.70 gezeichnet (wobei sie später noch CHF 0.30 nachbezahlen), die Veraison SICAV (der einzige Sponsor) zu CHF 2. Der Ausgabepreis für die Investoren beim Börsengang betrug CHF 10 je Aktie.

³² Siehe zum damit verbundenen Verwässerungseffekt Courvoisier, SPACs, 357; Courvoisier/Reutter, 252 f.

³³ Siehe dazu hinten [IV.2.](#)

³⁴ Vgl. dazu Art. 8 der Statuten der VT5 Acquisition Company AG.

³⁵ Siehe zur Umwandlung der Gründeraktien noch ausführlicher hinten [IV.1.f.](#)

Bei der VT5 Acquisition Company AG hat der Sponsor Veraison SICAV keine nicht-kotierten Gründeraktien, sondern kotierte Investorenaktien gezeichnet. Da sich die Veraison SICAV jedoch vertraglich dazu verpflichtet hat, bei einer allfälligen Liquidation der VT5 Acquisition Company AG im Rang hinter die Investoren zurückzutreten und auch das mit den Investorenaktien verknüpfte Rückgaberecht nicht auszuüben, sind die Aktien der Veraison SICAV wirtschaftlich gesehen den Gründeraktien näher als den Investorenaktien.³⁶

bbb) Höhe des Aktienkapitals

Bei ihrer Gründung muss das Aktienkapital der SPAC mindestens CHF 100'000 betragen (Art. 621 Abs. 1 nOR). Normalerweise ist es aber höher, weil die SPAC zur Finanzierung ihrer Gründung und ihres Börsengangs auf finanzielle Mittel angewiesen ist und sie diese Mittel nicht über Fremdkapital beschaffen will oder kann.³⁷ Wie hoch das Aktienkapital der SPAC konkret sein soll, hängt vom Einzelfall ab. Ein einfaches Beispiel:

Die Gründer und Sponsoren wollen Gründeraktien im Umfang von 20% des gesamten Aktienkapitals nach dem Börsengang der SPAC halten. Der Nennwert der Aktien beträgt je CHF 0.10. Geht man davon aus, dass für die Transaktionskosten der SPAC bis zur erfolgreichen De-SPAC-Transaktion mindestens CHF 5 Millionen erforderlich sind und für die Finanzierung des Zusammenschlusses mit dem Zielunternehmen mindestens CHF 200 Millionen aufgenommen werden sollen, beträgt das ursprüngliche Aktienkapital (bzw. das Aktienkapital nach der Schaffung der Aktien für die Sponsoren) CHF 500'000, wofür 5 Millionen Aktien zum Ausgabepreis von CHF 1 pro Aktie ausgegeben werden.³⁸ Erhalten die Gründer und Sponsoren auch noch Optionsrechte,³⁹ kann das Aktienkapital aber auch tiefer sein.

³⁶ Man könnte sich fragen, weshalb die Veraison SICAV nicht gleich Gründeraktien gezeichnet hat (entsprechend dem gängigen und vom Ausland her bekannten Konzept). Der Grund für die Investition in Investorenaktien mag wohl sein, dass die Veraison SICAV aufgrund eigener Regularien dazu verpflichtet ist, in kotierte Aktien zu investieren.

³⁷ So betrug das ursprüngliche Aktienkapital der VT5 Acquisition Company AG CHF 176'470.60, eingeteilt in 1764'706 Namenaktien zu einem Nennwert von je CHF 0.10. Der Ausgabepreis betrug CHF 1.70 pro Aktie (wobei sich die Gründer verpflichteten, noch zusätzliche CHF 0.30 je Aktie vor dem Börsengang der SPAC zu bezahlen).

³⁸ Beim Börsengang der SPAC wird dann das Aktienkapital um CHF 2 Millionen auf CHF 2.5 Millionen erhöht, wofür insgesamt 20 Millionen neue Aktien zum Ausgabepreis von CHF 10 pro Aktie ausgegeben werden (siehe dazu hinten [III.1.e\)bb\)bbb\)](#)).

³⁹ Siehe dazu sogleich hinten [III.1.e\)bb\)ccc\)](#).

Nach dem neuen Art. 621 Abs. 2 nOR muss der Nennwert von Aktien nicht mehr zwingend auf Schweizer Franken lauten; zulässig ist auch ein Aktienkapital in einer ausländischen Währung. Dazu müssen allerdings drei Voraussetzungen kumulativ erfüllt sein:⁴⁰ Erstens, es handelt sich bei der ausländischen Währung um die für die Geschäftstätigkeit wesentliche Währung. Zweitens, das Aktienkapital in ausländischer Währung entspricht zum Zeitpunkt der Errichtung der SPAC einem Gegenwert von mindestens CHF 100'000. Und drittens, die Buchführung und die Rechnungslegung erfolgen in derselben Währung. Die zulässigen Währungen legt der Bundesrat fest (Art. 621 Abs. 2 letzter Satz nOR). Nach Anhang 3 der geänderten Handelsregisterverordnung sollen nur vier ausländische Währungen gewählt werden können: Britische Pfund, Euro, US-Dollar und Yen. Ein Aktienkapital in einer dieser Währungen könnte für SPACs interessant sein, wenn sie nach Zielunternehmen suchen, deren Rechnungslegung schon in einer solchen Währung erfolgt. Das würde es erlauben, nach der De-SPAC-Transaktion sämtliche kapitalbezogenen Aspekte – wie beispielsweise die Bildung der Reserven (Art. 671 ff. nOR), die Ausschüttung von Dividenden (Art. 675 nOR) und die Sanierungsbedürftigkeit (Art. 725 ff. nOR) – für alle Gesellschaften einheitlich und nach den gleichen Regeln zu beurteilen.

Vom ursprünglichen Aktienkapital müssen die Gründer (und Sponsoren) sämtliche Aktien zeichnen (Art. 629 Abs. 2 Ziff. 1 nOR). Der Ausgabebetrag muss mindestens dem Nennwert der Aktie entsprechen (Art. 624 Abs. 1 OR). Er kann aber auch höher als der Nennwert angesetzt sein. In diesem Fall entsteht bei der Liberierung ein Mehrerlös in der Höhe der Differenz zwischen dem Ausgabebetrag und dem Nennwert. Es handelt sich dabei um das sogenannte Agio (das in der Schweiz als Kapitaleinlagereserve qualifiziert).⁴¹ In unserem Beispiel von vorhin beträgt das Agio CHF 0.90 (CHF 1 – CHF 0.10) pro Aktie.

Von der Zeichnung zu unterscheiden ist die Erfüllung der Einlageverpflichtung, die Liberierung. Nach Art. 632 nOR muss wenigstens 20% des Nennwerts jeder Aktie und insgesamt mindestens CHF 50'000 eingezahlt werden. Für die Zwecke einer SPAC mag eine teilweise Liberierung dann sinnvoll sein, wenn Gründer und Sponsoren im Hinblick auf den Börsengang und einer allfälligen Schaffung von bedingtem Kapital möglichst viele Aktien bei möglichst geringem Kapitaleinsatz zeichnen wollen. Da SPACs aber gerade in der Zeit ihrer

⁴⁰ Siehe zu diesen Voraussetzungen den Erläuternden Bericht des Bundesrats vom 17. Februar 2021 betreffend die Änderung der Handelsregisterverordnung (abrufbar unter <https://www.bj.admin.ch/bj/de/home/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision14.html>), 13; siehe zudem ausführlicher Schweighofer, 335 ff.

⁴¹ Das Agio ist zwar nicht Teil des Aktienkapitals, doch hat das Agio ähnliche Funktionen wie die Einzahlung auf das Aktienkapital (Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 14 Rz 17).

Gründung und vor dem Börsengang auf erhebliche finanzielle Barmittel angewiesen sind, dürfte eine vollständige Liberierung die Regel sein.⁴² Aus den gleichen Gründen dürfte die Liberierung auch meistens in bar erfolgen. Eine qualifizierte Gründung, bei der die Liberierung durch Sacheinlage erfolgt, wäre jedoch theoretisch auch möglich. In einem solchen Fall sind die strengeren Gründungsvorschriften für qualifizierte Gründungen zu beachten.

ccc) Optionsrechte

Die Gründer und Sponsoren erhalten neben den Gründeraktien in der Regel auch noch Optionsrechte, die im Fall einer erfolgreichen De-SPAC-Transaktion zum Bezug weiterer (Gründer-) Aktien zu einem Vorzugspreis berechtigen. Dadurch liesse sich der Gewinn der Gründer und Sponsoren bei einer erfolgreichen De-SPAC-Transaktion vergrössern.⁴³

Stützte man sich allein auf den Wortlaut des geltenden Art. 653 Abs. 1 OR, könnte man der Meinung sein, Gründer und Sponsoren könnten keine Optionsrechte haben. Denn nach dieser Bestimmung kann die Generalversammlung eine bedingte Kapitalerhöhung beschliessen, „indem sie in den Statuten den *Gläubigern von neuen Anleihens- oder ähnlichen Obligationen* gegenüber der Gesellschaft oder ihren *Konzerngesellschaften* sowie den *Arbeitnehmern* Rechte auf den Bezug neuer Aktien (Wandel- oder Optionsrechte) einräumt“⁴⁴. Der Kreis der Personen, denen Optionsrechte eingeräumt werden können, ist mithin begrenzt und Art. 653 Abs. 1 OR erwähnt nicht, dass auch die Mitglieder des Verwaltungsrats oder Aktionäre – Gründer und Sponsoren würden als wenigstens eines von beidem qualifizieren – Optionsrechte haben können.⁴⁵ Mit dem neuen Art. 653 Abs. 1 nOR wird sich das ändern: Die Bestimmung sieht vor, dass das Recht zum Erwerb neuer Aktien (Wandel- und Optionsrechte) auch den Aktionären, den Mitgliedern des Verwaltungsrats der Gesellschaft oder einer anderen Konzerngesellschaft oder Dritten eingeräumt

⁴² Auch das Aktienkapital der VT5 Acquisition Company AG ist vollständig liberiert.

⁴³ Siehe zum Gesagten vorne [III.1.c\)aa\)aaa\)](#). – Die Gründer der VT5 Acquisition Company AG erhielten keine Optionsrechte, die Veraison SICAV hingegen schon.

⁴⁴ Hervorhebungen hinzugefügt.

⁴⁵ Die Lehre lässt das allerdings zu: Gewöhnliche Gläubiger, Lieferanten, Mitglieder des Verwaltungsrats oder Aktionäre könnten ohne den „Umweg“ über eine Anleihens- oder ähnliche Obligation, das heisst ein Fremdfinanzierungsinstrument mit Eigenkapitalbezug (*equity linked instrument*), solche Rechte bzw. sogenannte „nackte Optionen“ erwerben (siehe dazu Böckli, § 2 Rz 196 ff.; BSK OR II-Zindel/Isler, Art. 653, N 18).

werden kann. Dadurch schafft der Gesetzgeber den nach dem Wortlaut des geltenden Rechts bestehenden *numerus clausus* der möglichen Adressaten für die direkte Ausgabe eines Rechts bzw. einer Option auf Erwerb von Aktien ab.⁴⁶

Für die Ausgabe der Optionsrechte muss die Generalversammlung eine bedingte Kapitalerhöhung beschliessen (Art. 653 ff. nOR). Grundsätzlich zulässig ist es, schon im Rahmen der Gründung bedingtes Kapital zu schaffen.⁴⁷ Darum können den Gründern und Sponsoren auch schon bei Gründung der SPAC Optionsrechte zugeteilt werden. Der Gesetzgeber lässt die Schaffung von bedingtem Kapital jedoch nicht beliebig zu. Vielmehr setzt er vor allem umfangsmässige Schranken; bedingtes Kapital darf höchstens im Umfang der Hälfte des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals (in unserem Beispiel also maximal CHF 250'000) geschaffen werden (Art. 653a Abs. 1 nOR). Den Gründern und Sponsoren können also nicht unbeschränkt viele Optionsrechte zugeteilt werden.⁴⁸ Zudem ist zu beachten, dass Optionsrechte, die vor der Eintragung der Statutenbestimmung über die Kapitalerhöhung aus bedingtem Kapital in das Handelsregister eingeräumt werden, nach Art. 653b Abs. 3 nOR nichtig sind.⁴⁹

bb) Investoren

aaa) Investorenaktien

Die Investoren erwerben beim Börsengang der SPAC eine Unit, die typischerweise aus einer Aktie (der „Investorenaktie“) und einem halben Optionsrecht zum Erwerb weiterer (Investoren-) Aktien besteht. Die Investorenaktien entsprechen im Grundsatz den Gründeraktien – mit einer Ausnahme:

Die Investorenaktien haben einen Liquidationsvorrang.⁵⁰ Bei diesem Liquidationsvorrang handelt es sich um ein vermögensbezogenes Vorrecht, was die In-

⁴⁶ Forstmoser/Küchler, 149; Reutter/Hammer, 304.

⁴⁷ Siehe ZK OR-Cramer, Art. 653, N 35; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 52 Rz 335; BSK OR II-Zindel/Isler, Art. 653, N 4.

⁴⁸ Siehe allerdings auch hinten [III.1.e\)bb\)ccc\)](#) für den Fall, dass das Kapitalband mit bedingtem Kapital ergänzt wird.

⁴⁹ Diesen Grundsatz sieht die Lehre freilich kritisch: Die Gesellschaft habe verschiedene Möglichkeiten, ihrer Verpflichtung, aufgrund der Ausübung eines Optionsrechts Aktien zu liefern, nachzukommen. Sie könne sich daher – unabhängig vom Bestand eines bedingten Kapitals – verpflichten, Optionsrechte zu honorieren, beispielsweise indem sie die erforderlichen Aktien am Markt erwirbt (Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 52 Rz 376 [in Fn. 129a]; siehe auch BSK OR II-Zindel/Isler, Art. 653, N 28).

⁵⁰ Vgl. vorne [III.1.e\)aa\)aaa\)](#).

vestorenaktien zu Vorzugsaktien gemäss Art. 654 ff. OR macht.⁵¹ Der Liquidationsvorrang muss grundsätzlich in den Statuten geregelt sein; es handelt sich mithin – in der Sprache des bisherigen Aktienrechts – um einen bedingt notwendigen Statuteninhalt.⁵² Eine entsprechende Statutenbestimmung könnte etwa wie folgt lauten:

„Im Fall einer Liquidation der Gesellschaft wird der Liquidationserlös wie folgt an die Aktionäre verteilt:

1. Bis zu CHF 10 pro [Investorenaktie] gehen vorab pro rata an die Berechtigten an diesen Aktien;
2. danach gehen bis zu CHF [Ausgabebetrag] pro [Gründeraktie] pro rata an die Berechtigten an diesen Aktien;
3. verbleibt ein Rest, wird dieser nach Nominalwert der Aktien verteilt.“⁵³

Der Liquidationsvorrang kann ausnahmsweise auch vertraglicher Natur sein. Namentlich wenn neben den Investoren auch die Gründer oder die Sponsoren Investorenaktien erwerben, kann vertraglich vorgesehen werden, dass sie – obwohl sie eigentlich Aktien der gleichen Aktienkategorie besitzen und darum aus gesellschaftsrechtlicher Sicht gleich zu behandeln wären – bei einer allfälligen Liquidation der SPAC im Rang hinter die Investoren zurücktreten. So hat beispielsweise Veraison SICAV, der Sponsor der VT5 Acquisition Company AG, Investorenaktien gezeichnet und einem vertraglichen Rangrücktritt im Fall der Liquidation zugestimmt.

bbb) Höhe des Aktienkapitals

Damit die SPAC die Investorenaktien ausgeben kann, muss die Generalversammlung ihr Aktienkapital erhöhen. Das kann sie entweder durch eine ordentliche Kapitalerhöhung machen oder – zumindest nach Inkrafttreten der Bestimmungen des neuen Aktienrechts – durch Einführung eines Kapitalbands. Die Kapitalerhöhung im Rahmen eines Kapitalbands hat dabei den Vorteil, dass die Emissionsabgabe erst am Schluss der Dauer, für die das Kapitalband eingeführt wurde, und auf den dannzumal neu geschaffenen Aktien geschuldet ist. Sollten Investoren von ihrem Rückgaberecht Gebrauch machen und im Rahmen der Kapitalerhöhung gezeichnete Aktien zurückgeben wollen, muss die SPAC auf diese Aktien keine Emissionsabgabe bezahlen, sofern sie diese Aktien im Rahmen einer Kapitalherabsetzung im Umfang der Ermächtigung des Kapitalbands vernichtet. Bei einer ordentlichen Kapitalerhöhung

⁵¹ So ausdrücklich Art. 656 Abs. 2 OR.

⁵² Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 41 Rz 32.

⁵³ Siehe dazu Art. 8 Abs. 2 der Statuten der VT5 Acquisition Company AG.

hingegen ist die Emissionsabgabe im vollen Umfang geschuldet, unabhängig davon, ob die neu geschaffenen Aktien zwecks Gewährung des Rückgaberechts an die Investoren kurze Zeit später im Rahmen einer Kapitalherabsetzung wieder vernichtet werden oder nicht.

Bei der Kapitalerhöhung muss die Generalversammlung das Bezugsrecht der bestehenden Aktionäre, also der Gründer und Sponsoren, ausschliessen. Für den Ausschluss des Bezugsrechts sind formelle und materielle Voraussetzungen zu beachten: Formell verlangt der Ausschluss des Bezugsrechts die Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit der Generalversammlung (Art. 704 Abs. 1 Ziff. 4 nOR); es müssen mindestens zwei Drittel der vertretenen Stimmen und die Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte dem Ausschluss des Bezugsrechts zustimmen. In materieller Hinsicht darf die Generalversammlung das Bezugsrecht nur aus wichtigen Gründen ausschliessen (Art. 652b Abs. 2 nOR); ausserdem darf niemand in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt werden (Art. 652b Abs. 4 nOR). Im vorliegenden Fall dürften diese Voraussetzungen regelmässig zu keinen Bedenken Anlass geben, da die Gründer und Sponsoren im Zeitpunkt des Ausschlusses des Bezugsrechts die einzigen Aktionäre sind und sie schon im Bewusstsein darüber in die SPAC investierten, dass im Rahmen des Börsengangs weitere Investoren Aktien zeichnen und dafür ihr Bezugsrecht ausgeschossen werden muss.

Um welchen Betrag das Aktienkapital erhöht werden muss, damit die notwendigen Mittel für die Finanzierung des Erwerbs des Zielunternehmens vorhanden sind, hängt von den Umständen im Einzelfall ab. Geht man vom Beispiel aus, das im vorangehenden Abschnitt gemacht wurde – das heisst, das ursprüngliche Aktienkapital beträgt CHF 500'000 und beim Börsengang sollen mindestens CHF 200 Millionen aufgenommen werden –, ergibt sich Folgendes:

Investoren erhalten eine Beteiligung im Umfang von 80% des gesamten Aktienkapitals.⁵⁴ Das Aktienkapital ist nominal um insgesamt CHF 2 Million zu erhöhen und, bei einem Nennwert von CHF 0.10 pro Aktie, 20 Millionen neue Investorenaktien zum Ausgabepreis von je CHF 10 zu schaffen. Bei der Liberierung entsteht wiederum ein Agio in der Höhe von CHF 9.90 (CHF 10 – CHF 0.10) pro Aktie.

ccc) Optionsrechte

Neben Investorenaktien enthält die Unit auch Optionsrechte. Für die Ausgabe dieser Optionsrechte muss die Generalversammlung eine bedingte Kapitalerhöhung beschliessen (Art. 653 ff. nOR). Da der Nennbetrag, um den das Ak-

⁵⁴ Siehe vorne [III.1.e\)bb\)aaa\)](#).

Aktienkapital erhöht werden kann, die Hälfte des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals nicht übersteigen darf (Art. 653a Abs. 1 nOR), kann auf jede Investorenaktie maximal ein halbes Optionsrecht kommen.⁵⁵ Die bedingte Kapitalerhöhung kann dabei an der gleichen Generalversammlung beschlossen werden, an der auch über die ordentliche Kapitalerhöhung zur Schaffung der Investorenaktien entschieden wird. Dabei kann man für die Berechnung des maximal zulässigen bedingten Kapitals vom erhöhten Aktienkapital ausgehen, sofern die ordentliche Kapitalerhöhung unmittelbar anschliessend an die Generalversammlung durchgeführt und gleichzeitig mit der Statutenänderung über das bedingte Kapital zur Eintragung in das Handelsregister angemeldet wird.⁵⁶

Grundsätzlich zulässig wäre es, das bedingte Kapital mit einem genehmigten Kapital (Art. 651 f. OR) bzw. einem Kapitalband (Art. 653s ff. nOR) zu kombinieren.⁵⁷ Dadurch liesse sich die betragsmässige Beschränkung auf die Hälfte des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals umgehen. Der Nennbetrag, um den das Aktienkapital maximal erhöht werden kann, wäre dann 100% des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals (zumindest dann, wenn die Beschlüsse über die Einführung von bedingtem Kapital und genehmigten Kapital bzw. Kapitalband an der gleichen Generalversammlung gefasst werden).⁵⁸

Bei einer Kombination von bedingtem und genehmigtem Kapital nach gelten dem Recht ergäben sich allerdings zwei Klassen von Optionsrechten. Denn beim bedingten Kapital erhöht sich das Aktienkapital ohne Weiteres, soweit und sobald die Optionsrechte ausgeübt und die Einlagepflichten erfüllt werden (Art. 653 Abs. 2 OR). Beim genehmigten Kapital bestimmt hingegen nicht

⁵⁵ Diese Aussage ist allerdings in zweierlei Hinsicht zu relativieren: Zum einen ist das Verhältnis nur dann 2:1, wenn auch den Gründern und Sponsoren Optionsrechte zugeteilt werden. Denn bei der Berechnung der Hälfte des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals sind selbstredend auch die Gründeraktien zu berücksichtigen. Zum anderen setzt die Aussage voraus, dass die Investorenaktien den gleichen Nennwert haben wie die Gründeraktien. Ist der Nennwert der Investorenaktien kleiner, können theoretisch auch mehr Optionsrechte an die Investoren ausgegeben werden. In einem solchen Fall könnte dann der Nennwert der Gründeraktien nachträglich verringert (von beispielsweise CHF 1 auf CHF 0.10) und auf den Nennwert der Investorenaktien angepasst werden.

⁵⁶ OFK OR-Lambert/Gericke, Art. 653a, N 1; BSK OR II-Zindel/Isler, Art. 653a, N 1.

⁵⁷ Siehe für das genehmigte Kapital Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 52 Rz 225; OFK OR-Lambert/Gericke, Art. 653a, N 1; BSK OR II-Zindel/Isler, Art. 653a, N 3a; siehe für das Kapitalband Art. 653v Abs. 2 nOR sowie Baum, *passim* (insbesondere 53); Gericke/Madani, 739 ff.; von der Crone/Dazio, 512 und 516 f.

⁵⁸ Die VT5 Acquisition Company AG hat neben bedingtem auch genehmigtes Kapital in der Höhe von je 50% des Aktienkapitals (d.h. Gründeraktien und Investorenaktien) nach dem Börsengang der SPAC (Art. 3.1.1 und 3.1.2 der Statuten).

der Inhaber des Optionsrechts das Mass und den Zeitpunkt der Erhöhung, sondern der Verwaltungsrat, an den die Generalversammlung diese Kompetenzen delegiert hat (Art. 651 Abs. 1 OR). Werden Optionsrechte ausgeübt, folgt also bloss ein rein obligatorischer Anspruch gegenüber der SPAC auf Schaffung und Ausgabe der Investorenaktien.

Bei einer Kombination von bedingtem Kapital und Kapitalband nach neuem Recht lässt sich diese die Natur der Optionsrechte betreffende Unterscheidung beseitigen: Aus Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9 nOR und Art. 653v Abs. 2 nOR geht hervor, dass die Statuten den Verwaltungsrat ermächtigen können, auch im Rahmen des Kapitalbands eine Kapitalerhöhung aus bedingtem Kapital zu beschliessen. In diesem Fall besteht das bedingte Kapital sozusagen zweimal: einmal ausserhalb und einmal innerhalb des Kapitalbands.⁵⁹ So kann dem Berechtigten auch innerhalb des Kapitalbands – das funktional betrachtet dem genehmigten Kapital nach geltendem Recht entspricht – ein „echtes“ Optionsrecht zugeteilt werden. Bei Ausübung dieses Optionsrechts erhöht sich das Aktienkapital dann ohne Weiteres. Da sich die Ermächtigung zur Erhöhung aus bedingtem Kapital auf das gesamte Kapitalband beziehen kann, ist es somit möglich, Optionsrechte zu schaffen, bei deren Ausübung es zu einer Verdoppelung des bisherigen Aktienkapitals kommt.

Die Optionsrechte werden den Investoren gratis abgegeben und üblicherweise so ausgestaltet, dass sie an der Börse separat gehandelt werden können. Die Ausübungsbedingungen werden dabei so festgelegt (entsprechend dem zukunftsbezogenen Geschäftsmodell der SPAC), dass den Investoren eine Partizipation an der potenziellen Wertsteigerung der SPAC in der Zukunft geboten wird. Deshalb gewähren die Optionsrechte das Recht zum Erwerb von Investorenaktien der SPAC zu einem Preis, der zwar oberhalb des Ausgabepreises für die ursprünglichen Investorenaktien, aber unterhalb des im Fall der De-SPAC-Transaktion erwarteten Aktienkurses ist.⁶⁰ Der Ausübungspreis liegt typischerweise bei CHF 11.50 (115% des Ausgabepreises beim Börsengang).⁶¹ In den Bedingungen für die Ausübung des Optionsrechts kann vorgesehen werden, dass die Optionsrechte innert einer bestimmten Frist nach der De-

⁵⁹ Siehe dazu Baum, 53; Reutter/Hammer, 304; von der Crone/Dazio, 512 und 516 f. – Das bedingte Kapital innerhalb des Kapitalbands ist (im Gegensatz zum bedingten Kapital ausserhalb des Kapitalbands) an die maximale Dauer des Kapitalbands von fünf Jahren gebunden. Bei SPACs, die in der Regel für höchstens zwei bis drei Jahren existieren, dürfte diese zeitliche Beschränkung jedoch keine Rolle spielen.

⁶⁰ Siehe Just, 1700.

⁶¹ Auch bei der VT5 Acquisition Company AG lag der Ausübungspreis bei CHF 11.50.

SPAC-Transaktion ausgeübt werden müssen.⁶² Allenfalls kann auch eine Ausübungspflicht vorgesehen werden, wenn der Kurs der Investorenaktien einen bestimmten Schwellenwert überschreitet.⁶³

Bei der Ausgabe der Optionsrechte muss das Vorwegzeichnungsrecht der Gründer und Sponsoren aufgehoben werden. Das dürfte jedoch problemlos möglich sein, weil es gerade die Gründer und Sponsoren sind, die den Börsengang der SPAC und die Abgabe der Optionsrechte an die Investoren wollen. Sie werden darum auf ihr Vorwegzeichnungsrecht freiwillig verzichten. Muss das Vorwegzeichnungsrecht trotzdem einmal gegen den Willen Einzelner ausgeschlossen werden, damit die Optionsrechte selektiv an Dritte ausgegeben werden können, erfordert der Ausschluss einen wichtigen Grund (Art. 653c Abs. 3 Ziff. 1 nOR).⁶⁴ Mit Blick auf die De-SPAC-Transaktion, die letztlich einziger Zweck der SPAC ist, könnte man einen solchen wichtigen Grund im Finanzierungsbedarf der SPAC sehen.

f) Übertragungsbeschränkung und Stimmrechtsbeschränkung

aa) Vinkulierte Gründeraktien und Lock-up

In einigen Fällen mag man ein Interesse daran haben, die Gründer und die Sponsoren während einer bestimmten Zeit in der SPAC zu halten. Es kann darum sinnvoll sein, die Übertragbarkeit der Gründeraktien zu beschränken, damit die Gründer und die Sponsoren nicht durch Verkauf ihrer Aktien aus der SPAC ausscheiden können.⁶⁵

Eine Beschränkung der freien Übertragbarkeit der Mitgliedschaft gestattet die Vinkulierung. Nach Art. 685a Abs. 1 OR können die Statuten vorsehen, dass Na-

⁶² Siehe allgemein Thiergart/Olbertz, 1549. – Die Frist für die Ausübung der Warrants der VT5 Acquisition Company AG beginnt entweder 30 Tage nach Vollzug der De-SPAC-Transaktion oder ein Jahr nach dem ersten Handelstag (je nachdem, was später ist) und endet sechs Jahre nach dem ersten Handelstag oder früher falls ein Trigger Event eintritt (vgl. Ziff. 5(a) der *Terms of the Redeemable Warrants*).

⁶³ Bei der VT5 Acquisition Company AG gibt es tatsächlich eine Zwangsausübung bzw. ein Rückkaufsrecht für die Gesellschaft, falls der Kurs der Aktie während einer gewissen Mindestperiode über dem Trigger Level ist (CHF 18) (vgl. Ziff. 5(b) der *Terms of the Redeemable Warrants*).

⁶⁴ Wenn Optionsrechte durch eine bereits börsennotierte Gesellschaft nicht direkt oder „nackt“, sondern im Zusammenhang mit Anlehensobligationen oder ähnlichen Obligationen ausgegeben werden, müssen sie lediglich zu „angemessenen Bedingungen“ ausgegeben werden (siehe Art. 653c Abs. 3 Ziff. 2 nOR).

⁶⁵ Siehe vorne [II.1](#).

menaktien nur mit Zustimmung der Gesellschaft übertragen werden können. Diese grundsätzlich unbeschränkte Vinkulierung schränkt das Gesetz aber gleich selber insofern ein, als es die Ablehnungsvoraussetzungen und die Wirkungen einer Ablehnung regelt (Art. 685b ff. OR). Dabei macht es eine Unterscheidung zwischen nicht börsenkotierten und börsenkotierten Namenaktien, die es auch im vorliegenden Zusammenhang zu beachten gilt:

Bis zum Vollzug der De-SPAC-Transaktion sind die Gründeraktien nicht börsenkotiert. Für die Ablehnungsvoraussetzungen und Wirkungen der Ablehnung gelten darum Art. 685b f. OR. Nach diesen Bestimmungen kann die Gesellschaft ihre Zustimmung zur Übertragung der Mitgliedschaft nur verweigern, wenn sie dafür einen wichtigen, in den Statuten genannten Grund bekannt gibt oder wenn sie dem Veräusserer der Aktien anbietet, die Aktien für eigene Rechnung, für Rechnung anderer Aktionäre oder für Rechnung Dritter zum wirklichen Wert im Zeitpunkt des Gesuchs zu übernehmen (Art. 685b Abs. 1 OR). Als wichtige Gründe gelten Bestimmungen über die Zusammensetzung des Aktionärskreises, die im Hinblick auf den Gesellschaftszweck oder die wirtschaftliche Selbständigkeit des Unternehmens die Verweigerung rechtfertigen (Art. 685b Abs. 2 OR). Im vorliegenden Zusammenhang fragt sich, ob die Gründe, aus denen die Gründer und die Sponsoren in der SPAC gehalten werden sollen, wichtige Gründe im Sinn dieser Bestimmung sind. Das ist unserer Ansicht nach nicht der Fall: Der eigentliche Zweck der Vinkulierung besteht darin, einer Gesellschaft zu ermöglichen, ihr unliebsame Aktienerwerber abzulehnen. Dazu kann sie Voraussetzungen formulieren, die potenzielle Aktienerwerber erfüllen müssen. Sie dient damit als Eingangskontrolle.⁶⁶ Die Vinkulierung dient hingegen nicht dazu, Aktien für rundweg unverkäuflich zu erklären und bestehende Aktionäre in der Gesellschaft einzuschliessen.⁶⁷ Das würde der vermittelnden Funktion der Vinkulierung zwischen freier Übertragbarkeit der Mitgliedschaft und dem Bedürfnis, auf die Zusammensetzung des Aktionariats Einfluss zu nehmen, widerstreben.

Nach der De-SPAC-Transaktion werden die Gründeraktien an der Börse kotiert.⁶⁸ Ab diesem Zeitpunkt gelten für die Vinkulierung die Bestimmungen in Art. 685d ff. OR. Anders als bei den nicht börsenkotierten Aktien ist eine Vinkulierung bei börsenkotierten Aktien nur in der Form einer prozentmäs-

⁶⁶ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 44 Rz 103 ff.; Kläy, 12 f.; von Salis, 58.

⁶⁷ Das gilt, selbst wenn alle Aktionäre mit einer entsprechenden Vinkulierungsbestimmung einverstanden wären. Sonst wäre es der Gesellschaft nämlich erlaubt, die zwingende aktienrechtliche Vinkulierungsordnung beliebig zu durchbrechen, was namentlich mit Blick auf künftige oder überstimmte Aktionäre stossend wäre.

⁶⁸ Dazu Näheres hinten [IV.1.d](#).

sigen Begrenzung denkbar (Art. 685d Abs. 1 OR).⁶⁹ Eine Vinkulierung in dem Sinn, dass die Gründer und die Sponsoren ihre Gründeraktien nicht verkaufen dürfen, ist darum schon vom Wortlaut des Gesetzes her ausgeschlossen. Zudem ist darauf hinzuweisen, dass die Vinkulierung bei börsenkotierten Aktien nicht die Übertragung sämtlicher Aktionärsrechte beschränkt, sondern nur die Ausübung bestimmter Aktionärsrechte betrifft, namentlich das Stimmrecht und die damit zusammenhängenden Rechte, nicht aber die Vermögensrechte (Art. 685f Abs. 2 OR). Vor diesem Hintergrund würde eine Vinkulierung der Gründeraktien in der Form einer Prozentklausel auch nicht den Kern des Anliegens treffen.⁷⁰

Was bleibt, ist die Möglichkeit, die Gründer und die Sponsoren vertraglich dazu zu verpflichten, ihre Gründeraktien während eines bestimmten Zeitraums zu behalten und nicht zu verkaufen (*Lock-up*).⁷¹ Eine solche vertragliche Verpflichtung (beispielsweise in einem Aktionärsbindungsvertrag zwischen allen Gründern und Sponsoren) ist grundsätzlich und in den allgemeinen Schranken persönlicher Bindungen, namentlich im Rahmen von Art. 27 Abs. 2 ZGB, zulässig. Problematisch dürfte nur die Durchsetzung einer solchen Verpflichtung sein. Das ist aber nicht ein Problem, das spezifisch mit SPACs, Gründeraktien oder auch nur mit der allgemeinen Beschränkung der Übertragbarkeit der Mitgliedschaft zusammenhängen würde und es soll darum im vorliegenden Zusammenhang nicht genauer beleuchtet werden.

bb) Beschränkung der Stimmrechte von Investoren

Zumindest bis zur De-SPAC-Transaktion sollen die Gründer und die Sponsoren eine bestimmende Rolle haben und die einflussreichsten Aktionäre der SPAC sein. Da sie aber nach dem Börsengang der SPAC „nur“ noch 20% des Aktienkapitals haben und darüber hinaus keine Stimmrechtsaktien besitzen, wäre es theoretisch möglich, dass ein Investor allein oder mehrere Investoren zusammen eine Beteiligung erwirbt bzw. erwerben, die es erlaubt, die Kontrolle über die SPAC zu übernehmen.

⁶⁹ Kläy, 224 f. – Hinzu kommt die Möglichkeit, einen Erwerber ablehnen zu können, wenn dieser auf Verlangen der Gesellschaft „nicht ausdrücklich erklärt, dass er die Aktien im eigenen Namen und auf eigene Rechnung erworben hat, dass keine Vereinbarung über die Rücknahme oder die Rückgabe entsprechender Aktien besteht und dass er das mit den Aktien verbundene wirtschaftliche Risiko trägt“ (Art. 685d Abs. 2 nOR). Diese Ablehnungsgründe spielen im vorliegenden Zusammenhang keine Rolle.

⁷⁰ Vgl. in diesem Zusammenhang Gericke/Jentsch, 619 und 621.

⁷¹ Siehe zur Lock-up Vereinbarung gemäss Art. 89h Abs. 5 KR hinten [IV.2.a\)ff](#).

Um vor einer solchen ungewollten Übernahme der Kontrolle durch einen Investor oder mehrere Investoren geschützt zu sein, können die Statuten die Stimmzahl der Besitzer mehrerer Aktien beschränken (Art. 692 Abs. 2 2. Satz OR).⁷² Soweit ein Aktionär diese Grenze überschreitet, ruhen die Stimmrechte der diese Grenze übersteigenden Aktien.⁷³ Die Regel ist die Festlegung eines prozentualen Höchststimmrechts („Kein Aktionär kann mehr als 10% der Aktienstimmen auf sich vereinigen“). Dabei sollte beachtet werden, dass der Grenzwert nicht in einer Weise festgesetzt wird, die auch die Gründer und die Sponsoren in der Ausübung ihrer Stimmrechte einschränken würde. Denn zumindest grundsätzlich können auch für die Gründer und die Sponsoren keine Ausnahmen von der Stimmrechtsbeschränkung gemacht werden, selbst wenn die entsprechende Statutenbestimmung erst nachträglich beschlossen werden sollte.⁷⁴ Unter Umständen und im Einzelfall jedoch zulässig kann ein sogenanntes *Grandfathering* sein.

Indirekt schützen auch die Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote (Art. 125 ff. FinfraG) vor einer ungewollten Übernahme der Kontrolle durch einen Investor. Wer nämlich Beteiligungen erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die er schon besitzt, den Grenzwert von 33 1/3% der Stimmrechte einer Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, überschreitet, muss ein Angebot unterbreiten für alle Beteiligungen dieser Gesellschaft (Art. 135 Abs. 1 1. Satz FinfraG). Die Pflicht, ein solches Kaufangebot zu unterbreiten, dürfte viele Investoren davon abhalten, eine grössere Beteiligung an der SPAC zu erwerben.⁷⁵

g) *Treuhandkonto*

Die beim Börsengang von den Investoren aufgenommenen Mittel sollen in ein Treuhandkonto eingezahlt und nur freigegeben werden, wenn es zur De-SPAC-Transaktion kommt oder wenn die Mittel an die Investoren zurückgezahlt werden müssen.⁷⁶ Das Geld auf dem Treuhandkonto ist zu verzinsen, bei

⁷² Die Rede ist hier von einer echten Stimmrechtsbeschränkung. Aufgrund ihrer Ausgestaltung bei börsenkotierten Gesellschaften kann aber auch die Vinkulierung die Funktion einer Stimmrechtsbeschränkung haben. Die Stimmrechtsbeschränkung ist bei der Vinkulierung jedoch bloss eine Reflexwirkung (Bieri, Rz 402; von Salis, 58 f.).

⁷³ Böckli, § 12 Rz 467; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 24 Rz 60 f.

⁷⁴ Eine solche Ausnahme würde mit dem in Widerspruch stehen (Bieri, Rz 682; Böckli, § 12 Rz 470; von Salis, 263 ff.).

⁷⁵ In diesem Zusammenhang zu beachten ist, dass SPACs regelmässig ein selektives Opting out in ihren Statuten haben dürften. Das ist auch bei der VT5 Acquisition Company AG der Fall (siehe dazu ausführlicher hinten [IV.2.b](#)).

⁷⁶ Siehe vorne [II.1](#).

Konten lautend auf Schweizer Franken zurzeit allerdings mit einem negativen Zinssatz. Die Negativzinsen sind von den Gründern und Sponsoren zu bezahlen.⁷⁷

Es ist grundsätzlich zulässig, in den Statuten einer Aktiengesellschaft eine Bestimmung vorzusehen, wonach ein bestimmter Teil des Gesellschaftsvermögens zweckgebunden ist und über diese Mittel nur unter bestimmten Bedingungen verfügt werden kann. Dadurch ist es den Gesellschaftsorganen, und namentlich dem Verwaltungsrat und allen anderen mit der Geschäftsführung betrauten Personen, verboten, über diesen Teil des Gesellschaftsvermögens zu verfügen.

Eine Statutenbestimmung, die bestimmte Verfügungsbeschränkungen des Verwaltungsrats und der mit der Geschäftsführung betrauten Personen festlegt, muss allerdings nicht notwendigerweise bedeuten, dass trotzdem vorgenommene Verfügungen gegenüber Dritten wirkungslos wären, die Mittel also vor Missmanagement oder kriminellen Handlungen absolut geschützt sind. Denn statutarische Verfügungsbeschränkungen führen zwar zu einer Beschränkung der internen Vertretungsbefugnis der zur rechtsgeschäftlichen Vertretung einer Gesellschaft berechtigten Personen. Ob eine Gesellschaft wirksam vertreten wird, hängt jedoch nicht von der internen Vertretungsbefugnis ab, sondern allein von der externen Vertretungsmacht. Und eine Beschränkung der internen Vertretungsbefugnis führt nur dann zu einer Beschränkung der externen Vertretungsmacht, wenn der Dritte, mit dem das Rechtsgeschäft abgeschlossen wurde, nicht gutgläubig davon ausgehen durfte, dass die interne Vertretungsbefugnis in dieser Angelegenheit vorlag (Art. 718a Abs. 2 OR). Im vorliegenden Zusammenhang bedeutet das konkret, dass ein statutarisches Verbot, über die Mittel auf dem Treuhandkonto zu verfügen, nur dann zur Unwirksamkeit von trotzdem vorgenommenen Verfügungen über diese Mittel führt, wenn der Treuhänder nicht gutgläubig davon ausgehen durfte, dass die ausgerichteten Mittel für die Finanzierung einer De-SPAC-Transaktion oder für die Rückgabe an die Investoren gebraucht werden.⁷⁸ Und die Gutgläubigkeit kann wohl nur dann verneint werden, wenn es keinerlei Anhaltspunkte für eine De-SPAC-Transaktion gab (namentlich wenn keine entsprechende Ankündigung nach den einschlägigen börsenrechtlichen Bestimmungen vorliegt).⁷⁹

⁷⁷ So ist das auch bei der VT5 Acquisition Company AG vorgesehen.

⁷⁸ An diesen grundsätzlichen Erwägungen ändert sich nichts, nur weil man mit der Bank, bei der das Treuhandkonto eröffnet wird, ein Escrow Agreement abschliesst, die Bank also auch als Treuhänderin fungiert (siehe zu diesem Escrow Agreement Courvoisier/Reutter, 251 f. und 254).

⁷⁹ Siehe auch Courvoisier/Reutter, 254.

2. Börsenrecht

a) *Hintergrund des neuen Kotierungsstandards für SPACs*

Anfang 2021 hat die erste schweizerische SPAC, die VT5 Acquisition Company AG, den Versuch unternommen, Aktien und Optionsrechte an der SIX zu kotieren. Die FINMA hat allerdings den Börsengang vorerst verhindert und die SIX dazu eingeladen, ihre Kotierungsregeln zu überarbeiten. Die geltenden Kotierungsregeln seien nämlich keine ausreichende Grundlage für die Zulassung von SPACs, namentlich mit Blick auf die Gewährung von Ausnahmen von der Bestimmung über den bestehenden „Track Record“ (Art. 11 Abs. 1 KR)⁸⁰. Infolgedessen wurden auch andere SPAC-Projekte einstweilen verschoben.

Daraufhin hat sich der Ausschuss für Emittentenregulierung der SIX, das Issuers Committee, dazu entschieden, durch die Revision des Kotierungsreglements (KR) und die Einführung einer neuen Richtlinie für SPACs – die Richtlinie betreffend Kotierung von SPACs (Richtlinie SPACs, RLSPAC) – einen neuen Kotierungsstandard für SPACs einzuführen. Den entsprechenden Regelungsentwurf hat die SIX Anfang Juni 2021 publiziert. Anschliessend hat sie eine eingeschränkte Vernehmlassung mit ausgewählten Marktteilnehmern durchgeführt und Ende Juni 2021 abgeschlossen. Im November 2021 hat die FINMA dann die erforderlichen Genehmigungen erteilt, sodass die neuen Bestimmungen am 6. Dezember 2021 in Kraft treten konnten.

Gegenüber dem Regelungsentwurf vom Juni 2021 blieben die definitiven Bestimmungen praktisch unverändert. An wenigen Stellen hat man die Regeln jedoch zum Schutz der Anleger verschärft: So steht der Regulierungsstandard nunmehr nur noch „Aktiengesellschaften nach schweizerischem Recht“ offen (Art. 89h Abs. 1 KR); die Gründeraktionäre, die Sponsoren und die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung müssen eine Lock-up Vereinbarung eingehen (Art. 89h Abs. 5 KR); und hinsichtlich der Angemessenheit der Bedingungen der De-SPAC-Transaktion muss eine Fairness Opinion eingeholt werden (Art. 5 Abs. 2 und 3 RLSPAC). Diese Verschärfungen sind aus zwei Gründen zu bedauern: Zum einen wird der regulatorische Rahmen restriktiver; im internationalen Vergleich erhält die Schweiz nun eine der zurückhaltendsten Regulierungen für SPACs. Namentlich das Erfordernis, dass SPACs *schweizerische* Aktiengesellschaften sein müssen, erhöht die Gefahr, dass der neue Kotierungsstandard letztlich nur selten genutzt wird. Zum anderen mag die Umsetzung von Vorgaben der SIX – namentlich mit Bezug auf die zwingende Abstimmung einer Investorenversammlung über die De-SPAC-

⁸⁰ „Der Emittent muss mindestens drei Jahre als Gesellschaft bestanden haben.“

Transaktion, das Rückgaberecht der Investoren und die Liquidation der SPAC – im Einklang mit zwingenden aktienrechtlichen Bestimmungen durchaus anspruchsvoll sein; das gilt für die Verschärfungen gegenüber dem Regelungsentwurf vom Juni 2021.

Auffallend sind die recht strikten Pflichten (sowohl im Regelungsentwurf vom Juni 2021 als auch in den definitiven Bestimmungen), bestimmte Tatsachen im Vorfeld des Börsengangs und der De-SPAC-Transaktion offenzulegen.⁸¹ Hintergrund dieser Bestimmungen mögen die Erfahrungen mit Gesellschaften sein, die sich im Verfahren des sogenannten Direct Listing an der SIX kotieren liessen. Vor der Verschärfung der entsprechenden Regeln gelangten über das Direct Listing immer wieder Gesellschaften an die SIX, die mit grossen Verlusten und Kurseinbrüchen auffielen. Grund dafür war vor allem, dass diese Gesellschaften vor ihrem Börsengang kaum durchleuchtet wurden und es entsprechend zu wenige verlässliche Informationen über sie gab. Bei SPACs wollte man offenbar den gleichen Fehler vermeiden.⁸²

b) Neue Bestimmungen im Einzelnen

Die neuen Bestimmungen unterscheiden zwischen den Voraussetzungen und Bedingungen für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung einerseits und den Bedingungen für den Vollzug der De-SPAC-Transaktion andererseits. Im vorliegenden Zusammenhang geht es zunächst nur um erstere; die Bedingungen für den Vollzug der De-SPAC-Transaktion werden dann weiter hinten besprochen.⁸³

aa) Voraussetzungen für die Kotierung

aaa) Allgemeines

Da SPACs keine gesellschaftsrechtlich organisierten kollektiven Kapitalanlagen sind,⁸⁴ wäre eine Handelszulassung nur im International Reporting Stan-

⁸¹ Siehe dazu hinten [III.2.b\)aa\)fff\)](#), [IV.2.a\)bb\)ccc\)](#) und [IV.2.a\)bb\)ddd\)](#).

⁸² Besonders auffällig ist die Parallele bei der Rolle der Banken: Die SIX hat Anfang 2020 ihre Regeln zum Direct Listing dahingehend verschärft, dass neu eine Bank oder ein Wertpapierhaus im Sinn des Finanzinstitutsgesetzes (FINIG) das Kotierungsgesuch für die erstmals zu kotierende Gesellschaft einreichen muss (Art. 43 Abs. 2 KR). Aus Art. 4 Ziff. 2 lit. e RLSPAC ergibt sich, dass es auch für die Kotierung einer SPAC eine „federführende“ Bank braucht; angesichts der Einfachheit der Verhältnisse ist das nicht selbstverständlich.

⁸³ Siehe hinten [IV.2.](#)

⁸⁴ Siehe hinten [III.3.](#)

dard, im Swiss Reporting Standard oder im ebenfalls neuen Standard Sparks denkbar.⁸⁵ Die SIX hat nun aber einen separaten Kotierungsstandard für SPACs geschaffen (Art. 3 Abs. 2 6. Strich KR). Damit verbunden ist die Formulierung von bestimmten Anforderungen, die Emittenten erfüllen müssen, damit sie sich nach den Bestimmungen dieses Standards als SPACs an der SIX kotieren können. Zu diesen Anforderungen im Einzelnen Folgendes:

bbb) Schweizerische Aktiengesellschaft

Nach Art. 89h Abs. 1 KR können sich nur „Aktiengesellschaften nach schweizerischem Recht“ nach den Bestimmungen des Standards für SPACs kotieren lassen. Mit Bezug auf Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz ist das eine Klarstellung. Denn auch ohne diese Bestimmung wären es in jedem Fall Aktiengesellschaften nach Art. 620 ff. OR, die sich als SPACs kotieren liessen; andere Gesellschaftsformen des schweizerischen Rechts kommen für die Organisation einer SPAC nicht infrage.⁸⁶

Art. 89h Abs. 1 KR bedeutet jedoch auch, dass sich SPACs mit Sitz im Ausland nicht an der SIX kotieren lassen können, weil sie Gesellschaften „nach ausländischem Recht“ sind.⁸⁷ Grund für die Beschränkung auf schweizerische Aktiengesellschaften mag gewesen sein, dass das Kollektivanlagengesetz (KAG) zwar Investmentgesellschaften in der Form einer schweizerischen Aktiengesellschaft von dessen Anwendungsbereich ausnimmt, nicht aber ausländische Gesellschaften. Indem SPACs zwingend schweizerische Aktiengesellschaften sein müssen, wird offenbar einer Befürchtung der FINMA Rechnung getragen, wonach die Bestimmungen des KAG von ausländischen Gesellschaften umgangen werden könnten. Dem ist zweierlei entgegenzuhalten: Zum einen qualifizieren ausländische SPACs sowieso nicht als gesellschaftsrechtlich organisierte kollektive Kapitalanlagen, weil sie unter die Ausnahmebestimmung in Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG (operative Gesellschaften, die eine unternehmerische Tätigkeit ausüben) fallen.⁸⁸ Soweit man jedoch davon ausgeht, es könne nicht generell ausgeschlossen werden, dass das KAG trotzdem einmal auch auf ausländische SPACs anwendbar ist, so finden die Bestimmungen des KAG eben Anwendung. Ob und wie diese Bestimmungen dann im Einzelfall durchgesetzt

⁸⁵ Courvoisier/Reutter, 250.

⁸⁶ Siehe vorne [III.1.a\)](#).

⁸⁷ Für die Frage, nach welchem Recht eine Gesellschaft organisiert ist, kommt es unter dem schweizerischen IPRG auf das Inkorporationsstatut an, also darauf, wo die Gesellschaft registriert ist (Art. 154 IPRG).

⁸⁸ Siehe hinten [III.3.a\)](#).

oder eben umgangen werden können, ist eine andere Frage und vom grundsätzlichen Willen des Gesetzgebers zu trennen, auch solche Konstrukte zu regulieren.

Dass ausländische SPACs an der SIX nicht möglich sind, ist zu bedauern. Einige ausländische Gesellschaftsformen hätten einfachere und darum bessere Lösungen geboten, um die übrigen Anforderungen für eine Kotierung als SPAC – namentlich das zwingende Rückgaberecht der Investoren – zu erfüllen.

ccc) Zweck

Der ausschliessliche Zweck einer Gesellschaft, die sich im Standard für SPACs kotieren lassen will, muss „der direkte oder indirekte Erwerb eines Akquisitionsobjekts (oder bei zeitgleichem Erwerb mehrerer Akquisitionsobjekte) oder der Zusammenschluss mit einem oder mehreren unternehmerisch tätigen Akquisitionsobjekten [...] (De-SPAC)“ sein (Art. 89h Abs. 1 KR). Damit soll zum Ausdruck gebracht werden, dass sich allein solche Gesellschaften als SPACs kotieren lassen können, die keine eigentliche operative Tätigkeit ausüben und deren einziger Zweck es ist, im Rahmen eines Börsengangs Mittel aufzunehmen, um den Zusammenschluss mit einem geeigneten Zielunternehmen zu finanzieren. Das entspricht der über die Landesgrenzen hinaus bekannten Definition von SPACs.

ddd) Treuhandkonto

Nach Art. 89h Abs. 2 KR ist das beim Börsengang aufgenommene Geld „auf einem Treuhandkonto bei einem Bankinstitut, das dem BankG unterstellt ist, oder einem ausländischen Institut unter vergleichbarer prudentieller Aufsicht zu deponieren“. Zu den Bankinstituten, die unter vergleichbarer prudentieller Aufsicht stehen, gehören dabei insbesondere alle Banken, die der direkten oder indirekten Aufsicht der Europäischen Zentralbank EZB unterstellt sind.

Art. 89h Abs. 2 KR ist so formuliert, dass 100% der beim Börsengang aufgenommenen Mittel in das Treuhandkonto einzubezahlen sind. In Anlehnung an die Regeln der New York Stock Exchange (Listed Company Manual 102.06) oder der Nasdaq (IM-5101-2(a)) hätte man aber auch vorsehen können, dass nur 90% der beim Börsengang aufgenommenen Mittel in das Treuhandkonto eingezahlt werden müssen. Das hätte der SPAC einen grösseren Gestaltungsspielraum eingeräumt.

Art. 3 Abs. 1 RLSPAC legt sodann fest, dass sich das „auf dem Treuhandkonto befindende Geld [...] nur für die im Prospekt umschriebenen Zwecke, insbesondere Erwerb eines oder mehrerer Akquisitionsobjekte, Rückkauf von

IPO-Aktien im Rahmen des De-SPAC, Rückzahlung der IPO-Aktien im Zusammenhang mit der Liquidation der SPAC und Deckung der Kosten gemäss Art. 4 Ziff. 1 lit. b [RLSPAC] [Emissionsabgabe, Steuern, Bankgebühren, Zinsen], nicht aber für die operativen Kosten der SPAC, verwendet werden“ darf. Und Art. 3 Abs. 2 RLSPAC sieht vor, dass das auf dem Treuhandkonto liegende Geld bis zur erlaubten Verwendung einzig als Bankguthaben oder als kurzfristige liquide Anlage mit geringem Kursschwankungsrisiko gehalten werden darf. Letztere Vorschrift scheint im internationalen Vergleich eher unüblich, aber auch unschädlich, da die Mittel auf dem Treuhandkonto sowieso kaum auf eine andere Weise angelegt werden können.

eee) Dauer und Kapitalausstattung

Nach Art. 11 Abs. 1 KR muss der Emittent mindestens drei Jahre als Gesellschaft bestanden haben. Und nach Art. 12 KR muss der Emittent „seine Jahresabschlüsse für die drei dem Kotierungsgesuch vorangegangenen vollen Geschäftsjahre entsprechend dem für diesen Emittenten geltenden Rechnungslegungsstandard erstellt haben“. Bei SPACs sind diese Grundsatzregelungen nicht anwendbar. Art. 89i Abs. 1 KR stellt das ausdrücklich fest.

Art. 89i Abs. 2 KR stellt sodann klar, wie Art. 15 KR – die allgemeine Bestimmung über die Mindestkapitalisierung –⁸⁹ bei SPACs zu interpretieren ist. Die „IPO-Aktien mit Rückgaberecht bzw. die Wandelanleihe“ (dazu gehört – nach vorliegender Terminologie – die Investorenaktie, nicht aber die Gründeraktie) sind unabhängig vom jeweiligen Ausweis als Eigen- oder Fremdkapital gemäss dem anerkannten Rechnungslegungsstandard bei der Bestimmung der Kapitalausstattung von SPACs anzurechnen.

Dass auch SPACs den Vorschriften über die Kapitalausstattung unterliegen, mag im internationalen Verhältnis recht einzigartig sein. Das Anliegen dahinter, bloss Gesellschaften mit einer gewissen Grösse zum Börsengang zuzulassen, ist jedoch nachvollziehbar. Allerdings wäre es wohl sachgerechter gewesen, für den Zeitpunkt, in dem das notwendige Kapital vorliegen muss, an die De-SPAC-Transaktion (und nicht schon an den Börsengang) anzuknüpfen. Denn erst dann wird die Grösse der kotierten Gesellschaft wichtig, weil sie sich erst ab diesem Zeitpunkt mit den Gesellschaften, die in anderen Kotierungsstandards kotiert sind, vergleichen lassen muss.

⁸⁹ Nach Art. 15 Abs. 1 KR muss das ausgewiesene Eigenkapital des Emittenten „am ersten Handelstag mindestens CHF 25 Millionen gemäss dem anwendbaren Rechnungslegungsstandard betragen“.

Da die beim Börsengang angebotenen Units Effekten im Sinn von Art. 3 lit. b FIDLEG sind, muss nach Art. 35 Abs. 1 FIDLEG ein Prospekt für die Handelszulassung und das öffentliche Angebot erstellt werden.⁹⁰ Dessen Inhalt richtet sich grundsätzlich nach Art. 40 ff. FIDLEG i.V.m. Art. 50 ff. und Anhang 1 und 3 FIDLEV. Ergänzend schreibt Art. 89j Abs. 1 KR vor, dass zusätzlich zu diesen nach den Bestimmungen des FIDLEG im Prospekt zu veröffentlichenden Informationen weitere „angemessene Informationen über die SPAC“ offenzulegen sind. Die Einzelheiten sind sodann in Art. 4 RLSPAC geregelt.

Im Unterschied zu einem gewöhnlichen FIDLEG-Prospekt steht die Beschreibung des Emittenten, dessen Geschäft oder dessen finanzielle Situation nicht im Vordergrund. Das liegt auf der Hand, denn die SPAC besteht erst seit Kurzem und sie hat auch noch keine operative Tätigkeit, die man im Prospekt beschreiben könnte. In dieser Hinsicht kann sich der Prospekt auf die Beschreibung der wesentlichen Merkmale dieser SPAC, insbesondere der Kapitalstruktur, beschränken.

Art. 4 RLSPAC legt einen besonderen Wert auf quantitative Beispiele betreffend die Beteiligung der Investoren. So sollen Szenarien der potenziellen Verwässerung der verschiedenen Investorengruppen als Folge der De-SPAC-Transaktion dargestellt werden. Die Bestimmung verlangt auch, dass jegliche Entschädigungskomponente zugunsten der Gründer oder der Sponsoren (abgesehen von Aktien) und die Bedingungen der Ausgabe der Aktien (und allenfalls der Optionsrechte) zugunsten der Gründer und der Sponsoren offengelegt werden.

Darüber hinaus muss der Prospekt über das Geschäftsmodell SPAC und alle damit verbundenen Risiken informieren; und zwar auch dann, wenn diese Informationen aufgrund börsenrechtlicher Vorgaben sowieso jedem Investor bekannt sein dürften.⁹¹ In diesem Zusammenhang muss der Prospekt insbesondere darauf hinweisen, dass die Investoren das Recht haben, über die De-SPAC-Transaktion abzustimmen und ihre erworbenen Aktien an die SPAC zurückzugeben; der Prospekt muss detaillierte Bedingungen zur Ausübung des Abstimmungs- und Rückgaberechts enthalten. Zudem muss darüber informiert werden, dass die beim Börsengang der SPAC eingenommenen Mittel auf ein Treuhandkonto eingezahlt werden; dabei sollte der Prospekt auch

⁹⁰ Courvoisier/Reutter, 250. – Für die Optionsrechte ist zudem ein Basisinformationsblatt gemäss Art. 58 Abs. 1 FIDLEG erforderlich.

⁹¹ Siehe insbesondere den ausführlichen Katalog von Risiken im Prospekt der VT5 Acquisition Company AG.

die Bedingungen des Kontoverhältnisses (beispielsweise die Bedingungen des Escrow Agreement) beschreiben sowie die potenzielle Entwicklung der Gelder auf dem Treuhandkonto bis zum Tag des möglichen Rückkaufs.

Wichtiger als die Beschreibung der SPAC selbst ist die Beschreibung der dahinterstehenden Personen. Der Prospekt muss über die verantwortlichen Personen – namentlich die Gründer und die Sponsoren – und allfällige Ankerinvestoren informieren. Zudem muss erläutert werden, welche Organe (und Mitglieder der Organe) die SPAC hat und welche Rechte und Pflichten diese Personen haben. In diesem Zusammenhang sollte auch auf allfällige (potenzielle) Interessenkonflikte (sowie angemessene Massnahmen zu deren Vermeidung) und Lock-up Vereinbarungen eingegangen werden.

Sodann muss der Prospekt Aufschluss darüber geben können, nach welchen Zielunternehmen die SPAC Ausschau hält und nach welchen Prinzipien die SPAC bei ihrer Suche vorgeht. Die Angabe der Branche, in welcher das Zielunternehmen tätig ist, reicht aus. Es ist nicht notwendig, sich schon im Prospekt auf ein bestimmtes oder ein bestimmbares Zielunternehmen festzulegen. Nur wenn das Zielunternehmen schon zum Vornherein feststeht – was allerdings typischerweise nicht der Fall ist –, muss der Prospekt entsprechende Angaben enthalten. Fehlen solche Informationen und erfolgt tatsächlich die De-SPAC-Transaktion mit diesem Zielunternehmen, macht sich jeder, der bei der Erstellung des Prospekts mitgewirkt hat, haftbar. Art. 89j Abs. 1 2. Satz KR stellt ausdrücklich fest, dass die haftungsrechtlichen Bestimmungen des FIDLEG anwendbar sind.

Unabhängig vom konkreten Zielunternehmen oder der Branche, in der das Zielunternehmen tätig ist, muss der Prospekt darüber hinaus auch Informationen über die geplante Transaktionsstruktur der De-SPAC-Transaktion enthalten. Da die Gründer und Sponsoren bei der Suche nach einem geeigneten Zielunternehmen und der Ausarbeitung der passenden Transaktionsstruktur nicht unnötig eingeschränkt werden sollen, wird der Prospekt in diesem Punkt recht offen formuliert sein; man wird wohl einfach alle denkbaren Möglichkeiten zur Strukturierung der De-SPAC-Transaktion aufzählen. Ist das der Fall, mag man jedoch fragen, ob das noch nützlich ist und nicht überflüssige (Schein-) Information geschaffen wird.

ggg) Wandelanleihen

Für den Fall, dass im Rahmen des Börsengangs anstelle von Aktien Anteile an einer Wandelanleihe angeboten werden sollen, stellen Art. 89h Abs. 6 KR und Art. 2 Abs. 2 RLSPAC besondere Bestimmungen auf: Der Handel in den Aktien der SPAC wird bis zum Vollzug der De-SPAC-Transaktion ausgesetzt; er

wird nach Vollzug wiederaufgenommen, sobald die Erklärung, dass eine ausreichende Streuung vorliegt, beigebracht wurde; die Anforderungen an die Streuung gemäss Art. 19 KR muss in Bezug auf die Aktien erst im Zeitpunkt der De-SPAC-Transaktion erfüllt sein; zum Zeitpunkt der Kotierung muss eine ausreichende Streuung der Wandelanleihe bestehen; und die Inhaber der Wandelanleihe müssen der De-SPAC-Transaktion mit einer Mehrheit aller an einer speziellen Versammlung oder Abstimmung vertretenen Stimmen genehmigen.

In den neuen Bestimmungen nicht vorgesehen ist, dass die beim Börsengang angebotenen Units gebündelt kotiert werden können. Ausdrücklich ausgeschlossen ist das allerdings auch nicht. Solange die Units als Effekten ausgestaltet sind und sich auf die Aktien der SPAC beziehen, spricht jedenfalls aus unserer Sicht nichts gegen eine Kotierung von solchen Units.

Die Ausgabe von Wandelanleihen anstatt von Aktien hat den Vorteil, dass keine Emissionsabgabe anfällt.⁹² Allerdings wäre es recht ungewöhnlich, lediglich Wandelanleihen auszugeben, und es wird sich weisen müssen, ob der Markt bereit ist, solche Konstruktionen zu akzeptieren.

bb) Voraussetzungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung

„Die Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung richten sich, sofern nachfolgend nicht abweichende oder ergänzende Vorschriften gelten, nach Art. 49–56 [KR]“ (Art. 89h Abs. 8 KR). Die Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung werden somit durch eine Verweisung geregelt. Anwendbar sind namentlich die Bestimmungen über die jährliche Berichterstattung (Art. 49 KR), die Zwischenberichterstattung (Art. 50 KR), die Rechnungslegungsstandards (Art. 51 KR), den Unternehmenskalender (Art. 52 KR), die Informationspflicht bei kursrelevanten Tatsachen (Ad hoc-Publizität) (Art. 53 f. KR) und die Bekanntmachung von Änderungen der mit den Effekten verbundenen Rechte (Art. 55 KR). Art. 56 KR betreffend die Offenlegung von Management-Transaktionen wird zudem von Art. 89k KR ergänzt. Nach dieser Bestimmung gelten neben den Mitgliedern des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung (zumindest bis einen Monat nach Ablauf der Lock-up Periode) auch die Gründer und die Sponsoren als meldepflichtige Personen im Sinn von Art. 56 Abs. 2 KR.

⁹² Mit Inkrafttreten des neuen Aktienrechts und der Einführung des Kapitalbands kann man diesen steuerlichen Nachteil bei der Ausgabe von Aktien jedoch – wenigstens zum Teil – wieder ausgleichen.

3. Weitere regulatorische Aspekte

a) Kollektivanlagengesetz

Gemessen an der hierzulande erst spärlich erschienenen Literatur zum Thema SPACs nimmt die Frage, ob SPACs als kollektive Kapitalanlagen qualifizieren und darum den Bestimmungen des KAG unterliegen, eine erstaunlich grosse Bedeutung ein.⁹³ Mit Inkrafttreten der neuen Bestimmungen der SIX hat sich die Diskussion jedoch deutlich entschleunigt. Das hängt damit zusammen, dass sich nach Art. 89h Abs. 1 KR nur noch schweizerische Aktiengesellschaften im neuen Kotierungsstandard für SPACs kotieren lassen können.⁹⁴ Und Art. 2 Abs. 3 Ingress KAG sieht vor, dass Investmentgesellschaften in der Form einer schweizerischen Aktiengesellschaft dem KAG nicht unterstehen, sofern sie an einer schweizerischen Börse kotiert sind. An der SIX kotierte SPACs sind darum in jedem Fall keine kollektiven Kapitalanlagen im Sinn des KAG.

Allein, um auszuschliessen, dass bei an der SIX kotierte SPACs das KAG anwendbar ist, hätte man den Kotierungsstandard für SPACs nicht auf schweizerische Aktiengesellschaften zu beschränken brauchen. Denn auch ausländische SPACs sind keine kollektiven Kapitalanlagen im Sinn des KAG. Es ist zwar zuzugeben, dass bestimmte Eigenschaften von SPACs gut zu den gesellschaftsrechtlich konzipierten Formen der kollektiven Kapitalanlage passen würden. Allerdings geht es bei den SPACs letztlich nicht um die Kapitalanlage aus rein finanziellen Gründen, also quasi um die Anlage zwecks Vermögensverwaltung und Erzielung von Erträgen aus Kapitalgewinnen eines Anlageportfolios. SPACs bezwecken vielmehr den Erwerb eines operativ tätigen Unternehmens mit dem Ziel, selbst eine operativ tätige Gesellschaft zu werden, sei dies direkt oder als Holdinggesellschaft. Es geht also um die Erzielung von Gewinnen aus einer unternehmerischen Tätigkeit. Dabei dürfte schon die Suche nach einem geeigneten Zielunternehmen eine Tätigkeit sein, die die Anwendbarkeit der Bestimmungen des KAG ausschliessen würde; denn sie setzt die Festlegung einer bestimmten operativen Strategie voraus. Ausserdem ist die SPAC nicht fremdverwaltet im Sinn von Art. 7 Abs. 1 KAG, sondern eigenverwaltet, vor allem weil die Investoren das Recht haben, über die De-SPAC-Transaktion abzustimmen, und die Gründer und Sponsoren keine Investmententscheide allein treffen und über die Mittel auf dem Treuhandkonto nicht

⁹³ Siehe zu dieser Frage die folgenden Stellen: Courvoisier, SPACs, 350 ff.; Courvoisier, Report, 8 f.; Courvoisier/Reutter, 250; Humbel/van Gammeren, 11 ff. (alle diese Autoren gehen davon, dass SPACs keine kollektiven Kapitalanlagen sind).

⁹⁴ Siehe dazu auch vorne [III.2.b\)aa\)aaa\).](#)

verfügen können. Ausländische SPACs würden darum unter die Ausnahmebestimmung in Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG (operative Gesellschaften, die eine unternehmerische Tätigkeit ausüben) fallen.⁹⁵

b) *Geldwäschereigesetz*

SPACs sind keine Finanzintermediäre und auch keine Gesellschaften, die gewerblich mit Gütern handeln und dabei Bargeld entgegennehmen (Art. 2 Abs. 1 GwG). Aus den vorgenannten Gründen sind sie zudem auch keine Investmentgesellschaften, die nach den Bestimmungen des Rundschreibens der FINMA 2011/1 (Tätigkeit als Finanzintermediär nach GwG, Rz 94) unter Art. 2 Abs. 3 GwG fallen würden.⁹⁶ Folglich sind die Regeln des Geldwäschereigesetzes auf SPACs nicht anwendbar.⁹⁷

c) *Bankengesetz*

SPACs sind keine Banken im Sinn des Bankengesetzes. Denn die am Kapitalmarkt aufgenommenen Mittel sind keine Publikumseinlagen im Sinn von Art. 1 Abs. 2 und Art. 1a BankG und Art. 5 BankV. Das gilt zum einen für jene Mittel, die im Austausch für die Aktien der SPAC eingelegt werden. Eine Unterstellung unter das BankG entfällt nämlich, wenn es um die Aufnahme von Eigenmittel geht;⁹⁸ bei der Ausgabe der Aktien der SPAC geht es also von allen Anfang an nicht um einen Vorgang, der vom BankG reguliert werden soll. Zum anderen gilt es aber auch für diejenigen Mittel, die die SPAC im Rahmen der Ausgabe der Optionsrechte aufnimmt. Denn die bankenrechtlichen Vorschriften sind nach Art. 5 Abs. 3 lit. b BankV nicht anwendbar, wenn die Gesellschaft einen Prospekt ausgibt. Und die SPAC ist schon aufgrund der neuen börsenrechtlichen Bestimmungen der SIX dazu verpflichtet, einen umfangreichen Prospekt zu publizieren, der auch Aufschluss über die Einzelheiten der Optionsrechte gibt.

⁹⁵ Siehe zum Ganzen Courvoisier, SPACs, 350 ff.; Courvoisier/Reutter, 250 (die auch eine Ausnahme nach Art. 2 Abs. 2 lit. e KAG für möglich halten); siehe sodann allgemein zu den massgeblichen Abgrenzungskriterien BGer 2C_571/2009 vom 5. November 2010, E. 2 (siehe insbesondere E. 2.3.2 betreffend die Relevanz der Mitbestimmung der Anleger); BSK KAG-Rayroux/du Pasquier, Art. 7, N 13 ff.

⁹⁶ Siehe auch Humbel/van Gammeren, 15.

⁹⁷ Wenn man allerdings schon davon ausgeht, dass man den neuen Kotierungsstandard für SPACs auf schweizerische Aktiengesellschaften beschränken muss, um SPACs von den Bestimmungen des KAG auszunehmen (was unseres Erachtens nicht notwendig ist), dann wird man auch kaum umhinkommen, SPACs unter Art. 2 Abs. 3 GwG zu subsumieren und die Anwendbarkeit des GwG auf SPACs zu bejahen.

⁹⁸ BSK BankG-Bahar/Stupp, Art. 1, N 22.

d) *Exkurs: Entwicklungen in den USA*

Trotz – oder vielleicht gerade wegen – der vielen neukotierten SPACs, steht man SPACs in den USA länger je mehr kritisch gegenüber. Die amerikanische Securities and Exchange Commission SEC hat angekündigt, im Zusammenhang mit SPACs Anleger besser schützen zu wollen. Sie sah sich 2020 und 2021 auch dazu veranlasst, Empfehlungen in den Bereichen Anlegerschutz und Financial Reporting von SPACs zu veröffentlichen und ihre Praxis anzupassen.⁹⁹

Mitte August 2021 wurde Pershing Square Tontine Holdings, die SPAC des bekannten Hedge-Fund-Investors Bill Ackman, mit der Begründung verklagt, das Konstrukt werde zur Umgehung regulatorischer Vorgaben missbraucht und es handle sich gar nicht um eine SPAC oder gar eine Gesellschaft im eigentlichen Sinn, sondern um eine Investmentgesellschaft, die als solche den Bestimmungen des Investment Company Act von 1940 unterliege. Müsste die Pershing Square Tontine Holdings in diesem Sinn zur Investmentgesellschaft umqualifiziert werden, hätte das zur Folge, dass sich Investoren nur noch unter erschwerten Bedingungen beteiligen könnten.¹⁰⁰

So geflissentlich diesseits des Atlantiks versucht wird, SPACs möglichst getreu dem Vorbild in den USA nachzuempfinden, dürfte es nur eine Frage der Zeit sein, bis sich auch im EU-Ausland und in der Schweiz eine gewisse Skepsis des Regulators gegenüber SPACs einstellen wird. Hierzulande kann man erste Anzeichen jedenfalls schon erkennen: Anders als dies noch der Regelungsentwurf vom Juni 2021 vorgesehen hatte, können sich nur schweizerische SPACs an der SIX kotieren lassen; ausländische SPACs sind von einer Kotierung ausgeschlossen, weil man offenbar befürchtete, diese SPACs könnten als kollektive Kapitalanlagen im Sinn des KAG qualifizieren (*quod non*)¹⁰¹. Auch sonst sind die nun in Kraft stehenden Bestimmungen restriktiver, als es noch der Regelungsentwurf vom Juni 2021 war. So müssen beispielsweise die Gründer, die Sponsoren und die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung eine Lock-up Vereinbarung eingehen und hinsichtlich der Angemessenheit der Bedingungen der De-SPAC-Transaktion muss eine Fairness Opinion eingeholt werden.

⁹⁹ SEC Public Statements vom 22. Dezember 2020, 31. März 2021 und 8. April 2021.

¹⁰⁰ The New York Times, DealBook vom 17. August 2021.

¹⁰¹ Siehe vorne [III.3.a\)](#).

IV. De-SPAC-Transaktion

1. Gesellschaftsrecht

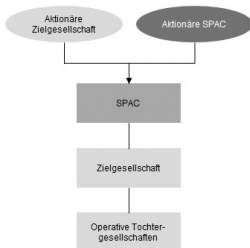
a) *Vorbemerkung zu den Formen des Zusammenschlusses und mögliche De-SPAC-Transaktionen*

Die De-SPAC-Transaktion ist das Ende der SPAC als leere Unternehmenshülle. Die SPAC schliesst sich mit einem operativ tätigen Zielunternehmen zusammen und wird dadurch selber zu einer operativ tätigen Gesellschaft, sei dies direkt oder als Holdinggesellschaft.

Die De-SPAC-Transaktion kann eine Fusion, eine Dreiecksfusion, eine Quasi-Fusion mit Share-Deal und Sacheinlage (falls die SPAC das Zielunternehmen übernimmt) oder eine Quasi-Fusion mit einem öffentlichen Umtauschangebot und Sacheinlage sein (falls das Zielunternehmen die SPAC übernimmt). Auch ein gewöhnlicher Aktien- oder Unternehmenskauf ist denkbar, jedoch die Ausnahme.

Als übernehmende Gesellschaft kommen die SPAC, das Zielunternehmen oder eine neue Holdinggesellschaft infrage. Grafisch lässt sich das etwa wie folgt darstellen:

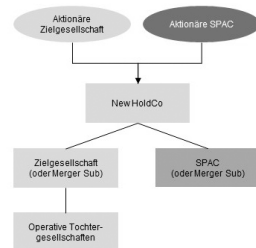
Variante 1:



Variante 2:



Variante 3:



Die Gesellschafter des Zielunternehmens haben in den meisten Konstellationen keine Möglichkeit, aus ihrem Investment im Zielunternehmen auszusteigen. Das entspricht der Situation beim gewöhnlichen Börsengang, bei dem die bestehenden Aktionäre grundsätzlich auch keine Ausstiegsmöglichkeit ha-

ben. Nur in den seltenen Fällen, in denen die De-SPAC-Transaktion als Erwerb von 100% der Anteile des Zielunternehmens gegen Barzahlung ausgestaltet ist, können die Gesellschafter das Zielunternehmen verlassen.¹⁰²

Je nachdem, welche Form die De-SPAC-Transaktion hat, unterscheidet sich die für den Vollzug der De-SPAC-Transaktion notwendige Dokumentation. So können bei der Fusion Fusionsverträge, Bilanzen, Fusionsberichte, Fusionsbeschlüsse, Prüfungsberichte, Kapitalerhöhungsbelege und Belege für die Neueintragung notwendig sein. Beim Erwerb von 100% der Anteile auf dem Weg des gewöhnlichen Aktienkaufs braucht es demgegenüber „nur“ den entsprechenden Kaufvertrag, die Übertragungshandlung und einen allfälligen Zustimmungsbeschluss des betreffenden Verwaltungsrats.

Unabhängig von der Form des Zusammenschlusses schliessen die SPAC und das Zielunternehmen in der Regel eine Geheimhaltungsvereinbarung ab und legen die wichtigsten Eckpunkte der De-SPAC-Transaktion in einem Term Sheet, einem Letter of Intent oder einem Memorandum of Understanding fest. Zudem werden sie eine gegenseitige Due Diligence Prüfung durchführen und sich um die Fremdfinanzierung und die Einholung der erforderlichen Genehmigungen kümmern. Soll es zudem auch noch eine PIPE-Transaktion geben, muss ein Investment Agreement abgeschlossen und, falls neue Aktien im Umfang von mehr als 20% des bisherigen Aktienkapitals ausgegeben und kotiert werden sollen, ein Prospekt erarbeitet werden.¹⁰³

b) Zustimmungsbeschluss der Investoren

Haben die Gründer ein geeignetes Zielunternehmen gefunden, sollen die Investoren darüber abstimmen können, ob sie den Zusammenschluss mit diesem Unternehmen wollen oder nicht. Stimmen sie zu, kann die De-SPAC-Transaktion vollzogen werden. Lehnen sie diese ab, wird der Zusammenschluss abgebrochen und die Gründer müssen ein anderes Unternehmen suchen.¹⁰⁴

Es fragt sich, ob ein solches Zustimmungserfordernis in aktienrechtlicher Hinsicht in zulässiger und rechtswirksamer Weise vorgesehen werden kann. Dabei ist zu unterscheiden: Stimmen die Investoren im Rahmen der Generalversammlung und als Teil des gesamten Aktionariats über die De-SPAC-Trans-

¹⁰² Siehe zum Ganzen Courvoisier, SPACs, 353.

¹⁰³ Siehe zur PIPE-Transaktion noch im Einzelnen hinten [IV.1.e](#).

¹⁰⁴ Siehe vorne [II.1](#).

aktion ab? Oder sollen sie in einer separaten Sonderversammlung über das Schicksal der De-SPAC-Transaktion entscheiden? Wenn man den Blick ins Ausland richtet, wäre die zweite Variante die üblichere.

aa) Zustimmung der Investoren im Rahmen der Generalversammlung

aaa) Grundsatz

Zunächst ist festzuhalten, dass die De-SPAC-Transaktion der Generalversammlung zur Zustimmung vorgelegt werden muss, wenn deren Zustimmung aufgrund der Transaktionsstruktur vom Gesetz vorgeschrieben ist. So braucht es die Zustimmung der Generalversammlung, wenn (i) die De-SPAC-Transaktion als eine Fusion zwischen der SPAC und dem Zielunternehmen ausgestaltet ist,¹⁰⁵ (ii) die SPAC eine ordentliche Kapitalerhöhung mit Ausschluss des Bezugsrechts durchführt (etwa zur Schaffung von Umtauschaktien oder PIPE-Aktien)¹⁰⁶ oder (iii) die De-SPAC-Transaktion zu einer faktischen Liquidation der SPAC führt^{107 108}. In den meisten Fällen wird es sich um wichtige Beschlüsse der Generalversammlung handeln, womit der Beschluss mindestens zwei Drittel der vertretenen Stimmen und die Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte auf sich vereinigen muss. Weil viele De-SPAC-Transaktionen einen dieser Beschlüsse voraussetzen, wird die Generalversammlung oftmals schon von Gesetzes wegen über die De-SPAC-Transaktion abstimmen müssen.

In allen anderen Fällen können die Statuten nicht in verbindlicher Weise vorschreiben, dass die De-SPAC-Transaktion der Generalversammlung zur Zustimmung unterbreitet werden muss.¹⁰⁹ Das hat mit dem Bekenntnis des schweizerischen Gesetzgebers zum Paritätsprinzip (und der Absage gegenüber dem Omnipotenzprinzip) zu tun: Der Abschluss und der Vollzug der De-SPAC-Transaktion gehören zur Geschäftsführung. Die Pflicht zur Geschäfts-

¹⁰⁵ Siehe Art. 12 Abs. 2 und Art. 18 Abs. 1 lit. a bzw. Art. 18 Abs. 4 FusG.

¹⁰⁶ Siehe Art. 650 Abs. 1 nOR.

¹⁰⁷ Siehe BGE 116 II 320 E. 3a S. 323; BGE 100 II 384 ff.

¹⁰⁸ Siehe allgemein zur Kompetenz der Generalversammlung bei Zusammenschlusstransaktionen Gerhard, *Merger*, 85 ff. (und die dort zitierte Literatur und Rechtsprechung).

¹⁰⁹ Wohl ebenso kritisch zum deutschen Recht Thiergart/Olbertz, 1550. *Liberaler Courvoisier/Reutter*, 254 f.: Eine entsprechende Statutenbestimmung sei zulässig, weil man Art. 698 Abs. 2 Ziff. 6 OR (bzw. Art. 698 Abs. 2 Ziff. 9 nOR) so auslegen könne, dass die Statuten Gegenstände, die nicht klar durch Art. 716 f. OR dem Verwaltungsrat zugewiesen sind, der Generalversammlung vorbehalten können (wofür die Autoren auf BSK OR II-Dubs/Truffer, Art. 698, N 30, verweisen, woraus sich aber eine solche Auslegung dieser Bestimmungen nicht ergibt; wenn überhaupt, spräche die erwähnte Stelle eher gegen die vertretene Ansicht der Autoren).

führung ist grundsätzlich dem Verwaltungsrat zugeordnet (Art. 716 Abs. 2 OR). Dieser kann die Geschäftsführung delegieren, wofür es eine Ermächtigung in den Statuten und eine Grundlage im Organisationsreglement braucht (Art. 716b Abs. 1 nOR). Im Organisationsreglement ordnet der Verwaltungsrat die Geschäftsführung, bestimmt die hierfür erforderlichen Stellen, umschreibt deren Aufgaben und regelt die Berichterstattung (Art. 716b Abs. 3 nOR). Es liegt auf der Hand, dass der Verwaltungsrat solche Regeln für ihm hierarchisch unterstellte Personen aufstellen kann und muss, nicht aber für die ihm über- oder zumindest nebengeordnete Generalversammlung. Eine „Delegation nach oben oder zur Seite“ im Sinn einer Zuweisung von Entscheiden an die Generalversammlung ist daher nicht möglich.¹¹⁰

Was bleibt, ist die Möglichkeit, die De-SPAC-Transaktion der Generalversammlung zur konsultativen Abstimmung zu unterbreiten.¹¹¹ Dies zu tun, liegt im Ermessen des Verwaltungsrats, und hierfür bedarf es keiner statutarischen Grundlage. Der Beschluss der Generalversammlung kann dem Verwaltungsrat als Richtschnur für seine eigene Entscheidung dienen. Gebunden ist er dadurch aber nicht; er kann sich daher seiner Aufgabe, über den Abschluss und Vollzug der De-SPAC-Transaktion zu entscheiden, nicht entledigen.¹¹²

Es gibt jedoch zwei Umwege, wie auch in denjenigen Fällen, in denen die Zustimmung der Generalversammlung nicht schon *ex lege* erforderlich ist, vorgesehen werden kann, dass die Generalversammlung die De-SPAC-Transaktion genehmigen muss:

bbb) Erste Ausnahme: Zweckbegrenzung

Zum einen können die Statuten den Gesellschaftszweck so eng umschreiben, dass eine De-SPAC-Transaktion ausgeschlossen ist. In diesem Fall müsste die Generalversammlung zunächst die Statuten ändern, bevor die De-SPAC-

¹¹⁰ Siehe zum Gesagten BGE 100 II 384 E. 2a S. 388; Forstmoser, 172 und 176 f. Vor diesem Hintergrund ist Art. 2 Abs. Ziff. 1 der Statuten der VT5 Acquisition Company AG bemerkenswert. Nach dieser Bestimmung solle die Gesellschaft aufgelöst werden, sollte die De-SPAC-Transaktion von der Generalversammlung nicht genehmigt werden. Soweit diese Statutenbestimmung nicht sogar direkt zu einer Übertragung der Pflicht zur Geschäftsführung führt, so macht sie das immerhin indirekt, indem die Zustimmung der Generalversammlung zu einer Bedingung für die Existenz der Gesellschaft gemacht wird.

¹¹¹ Siehe dazu allgemein BGE 100 II 384 E. 2a S. 388; Forstmoser, 173. – Courvoisier/Reutter, 254 f., gehen davon aus, dass es sich nicht um eine blossе Konsultativabstimmung handelt.

¹¹² Siehe zum Gesagten Forstmoser, 173 und 176 f.

Transaktion vollzogen werden kann.¹¹³ Die Abstimmung über die Änderung der Statuten würde dann inhaltlich zur Abstimmung über die De-SPAC-Transaktion. Konkret könnte ein solch enger Zweck etwa wie folgt lauten:

„Die Gesellschaft bezweckt die Suche nach einer oder mehreren operativ tätigen Gesellschaften oder Unternehmen mit Schwerpunkt in den Bereichen [...] und verwandten Gebieten. Sie bezweckt auch die Finanzierung, Verhandlung und Prüfung eines direkten oder indirekten Erwerbs dieser Gesellschaften oder Unternehmen. Der Vollzug des Erwerbs dieser Gesellschaften ist vom Zweck hingegen nicht gedeckt.“

Ein auf diese Weise formulierter Zweck steht im potenziellen Widerspruch zum Wortlaut von Art. 89h Abs. 1 KR. Nach dieser Bestimmung muss der Zweck von SPACs (auch) „der direkte oder indirekte Erwerb eines Akquisitionsobjekts“ sein, was den Vollzug der De-SPAC-Transaktion einschliessen dürfte. In der vorgenannten engen Zweckbestimmung wäre das nicht abgebildet. Entgegen dem, was der Wortlaut insinuiert, möchte jedoch Art. 89h Abs. 1 KR eine Zweckbestimmung mit der vorgenannten engen Formulierung nicht verhindern. Denn Ziel dieser Bestimmung ist es, sicherzustellen, dass operativ tätige Gesellschaften¹¹⁴ vom neuen Kotierungsstandard ausgeschlossen sind und dass sich lediglich solche Gesellschaften als SPACs kotieren lassen können, die beim Börsengang Mittel für die Finanzierung des Zusammenschlusses mit einem anderen Unternehmen aufnehmen. Und damit steht eine enge Umschreibung des Zwecks im vorgenannten Sinn nicht im Widerspruch. Vielmehr noch: Die enge Formulierung sorgt gerade dafür, dass eine andere Vorgabe für die Kotierung von SPACs – die Investoren haben das Recht, der De-SPAC-Transaktion zuzustimmen (Art. 89l KR) – in aktienrechtlich zulässiger und rechtswirksamer Weise umgesetzt werden kann. Der Wortlaut von Art. 89h Abs. 1 KR geht insofern über den Zweck der Bestimmung hinaus; Art. 89h Abs. 1 KR ist teleologisch zu reduzieren und *contra verba legis* auszulegen.

ccc) Zweite Ausnahme: Beschränkte Dauer

Zum anderen können die Statuten vorsehen, dass die SPAC *in jedem Fall* nur für eine beschränkte Dauer bestehen und nach Ablauf dieser Dauer automa-

¹¹³ Bei der Änderung des Zwecks der Gesellschaft handelt es sich um einen wichtigen Beschluss im Sinn von Art. 704 Abs. 1 Ziff. 1 nOR. Das heisst, es ist ein Beschluss erforderlich, der mindestens zwei Drittel der vertretenen Stimmen und die Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte auf sich vereinigt. Zudem ist der Beschluss öffentlich zu beurkunden (Art. 647 nOR).

¹¹⁴ Operativ tätige Gesellschaften im hier verwendeten Sinn sind von Gesellschaften zu unterscheiden, die im Sinn des KAG operativ tätig sind (wozu SPACs gehören; siehe vorne [III.3.a](#)).

tisch aufgelöst und liquidiert werden soll. Mit anderen Worten würden die Statuten also die Auflösung der Gesellschaft nicht davon abhängig machen, ob eine De-SPAC-Transaktion innerhalb eines vorgegebenen Zeitrahmens vollzogen werden konnte oder nicht. Finden die Gründer und Sponsoren ein geeignetes Zielunternehmen innerhalb des vorgegebenen Zeitrahmens und soll darum die Lebensdauer der SPAC verlängert werden, muss die entsprechende Bestimmung aus den Statuten gestrichen werden. Für eine solche Änderung der Statuten ist wiederum zwingend ein Beschluss der Generalversammlung notwendig, der zur Abstimmung über die De-SPAC-Transaktion wird.

bb) Zustimmung der Investoren im Rahmen einer Sondersammlung

Wenn die Investoren lediglich im Rahmen der Generalversammlung über die De-SPAC-Transaktion abstimmen können, wäre es theoretisch möglich, dass die De-SPAC-Transaktion vollzogen wird, obwohl sie eine Mehrheit der Investoren abgelehnt hatte. Denn die Investoren halten typischerweise bloss 80% der Stimmrechte; 20% entfallen auf die Gründer und Sponsoren.¹¹⁵ Da, wie gesagt,¹¹⁶ die Gründer und die Sponsoren ein Interesse daran haben, dass eine De-SPAC-Transaktion vollzogen wird, selbst wenn diese wirtschaftlich sinnlos ist, und sie deshalb im Rahmen der Generalversammlung für den Vollzug der De-SPAC-Transaktion stimmen dürften,¹¹⁷ reicht eine einfache Mehrheit aller Investoren nicht aus, um dafür zu sorgen, dass die Generalversammlung die De-SPAC-Transaktion ablehnt;¹¹⁸ erforderlich wären jeweils rund 63% aller Investorenstimmen. Ein solches qualifiziertes Mehrheitserfordernis entspricht aber nicht der angedachten Funktion des Zustimmungsbeschlusses: Wenn eine Mehrheit der Investoren für die De-SPAC-Transaktion ist, dann soll sie vollzogen werden; wenn sich hingegen keine Mehrheit finden lässt, dann soll der Zusammenschluss mit dem Zielunternehmen abgebrochen werden. Vor diesem Hintergrund fragt sich, ob es zulässig ist, anstelle der Zustimmung der Generalversammlung auch die Zustimmung einer Sondersammlung der Investoren vorauszusetzen. Dazu Folgendes:

¹¹⁵ Ein Beispiel: 44% aller Investoren stimmen der De-SPAC-Transaktion zu, während 56% sie ablehnen. Damit wäre die De-SPAC-Transaktion eigentlich gescheitert. Stimmen die Gründer und Sponsoren der De-SPAC-Transaktion zu – und das werden sie aller Wahrscheinlichkeit nach –, nimmt die Generalversammlung die De-SPAC-Transaktion an, mit dem Ergebnis von rund 55% zu 45% der Stimmrechte.

¹¹⁶ Siehe vorne [II.1](#).

¹¹⁷ Eine Ausstandsregel bei Interessenkonflikten, so wie etwa im Vereinsrecht geregelt, gibt es im Aktienrecht nicht.

¹¹⁸ Dies zumindest insoweit, als nicht *ex lege* ein qualifiziertes Quorum erforderlich ist.

Mit Ausnahme der Bestimmungen über die wichtigen Beschlüsse – Art. 704 Abs. 1 nOR ist einseitig zwingend in dem Sinn, dass die Statuten das dort vorgeschriebene Quorum zwar verschärfen, nicht aber erleichtern können –¹¹⁹ können die Statuten Bestimmungen enthalten, die von den gesetzlich vorgesehenen Quorumsvorschriften abweichen. Insbesondere zulässig ist eine Verschärfung der Anforderungen an die Fassung von bestimmten Beschlüssen in dem Sinn, dass mehrere Aktienkategorien geschaffen werden und die Zustimmung der Mehrheit einer jeden Kategorie vorgeschrieben ist.¹²⁰ Die Statuten können deshalb vorsehen, dass für den Vollzug der De-SPAC-Transaktion (neben der Zustimmung der Generalversammlung auch) die Zustimmung einer Mehrheit derjenigen Kategorie von Aktien vorausgesetzt ist, die von den Investoren gehalten werden. Geht es um die Änderung der Zweckbestimmung,¹²¹ ist allerdings in jedem Fall ein Beschluss der Generalversammlung (inklusive Gründer und Sponsoren) vorausgesetzt, der mindestens zwei Drittel der vertretenen Stimmen und die Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte auf sich vereinigt.¹²² Darin liegt eine Schwäche der vorhin vorgestellten Lösung.

Ausserhalb der Zuständigkeit der Generalversammlung ist die statutarisch vorgesehene verbindliche Zustimmung einer Sonderversammlung der Investoren jedoch unzulässig. Denn auch die Delegation von Geschäftsführungsaufgaben an einen Teil der Generalversammlung, nämlich an die Investoren, ist wegen des Paritätsprinzips nicht möglich.¹²³ Die De-SPAC-Transaktion kann aber natürlich den Investoren zur konsultativen Abstimmung vorgelegt werden.

c) *Rückgaberecht der Publikumsaktionäre*

Haben die Gründer ein geeignetes Zielunternehmen gefunden und wird der Zusammenschluss den Investoren zur Zustimmung unterbreitet, sollen die Investoren das Recht haben, ihre Investorenaktien gegen ihren *pro rata*-Anteil

¹¹⁹ Böckli, § 12 Rz 409; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 24 Rz 46.

¹²⁰ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 24 Rz 47.

¹²¹ Siehe vorne [IV.1.b\)aa\)](#).

¹²² Dabei bezieht sich das qualifizierte Quorum nicht nur auf die Sonderversammlung der Investoren, sondern auf die gesamte Generalversammlung.

¹²³ Vgl. dazu vorne [IV.1.b\)aa\)aaa\)](#).

am Treuhandvermögen zurückzugeben und aus ihrem Investment auszusteigen, unter Umständen abhängig davon, ob sie der De-SPAC-Transaktion zugestimmt haben oder nicht.¹²⁴

Dieses Rückgaberecht der Investoren widerspricht einer Fundamentalnorm des Aktienrechts. Nach Art. 680 Abs. 2 OR steht dem Aktionär kein Recht zu, den eingezahlten Betrag zurückzufordern. Es ist dem Aktionär verboten, unter Rückforderung seiner Einlage – und damit sind Nennbetrag und Agio gemeint – aus der Gesellschaft auszutreten. Ein Rückgaberecht bzw. eine Pflicht der Gesellschaft, den einbezahlten Betrag zurückzuerstatten, kann auch nicht statutarisch, per Generalversammlungsbeschluss oder vertraglich eingeführt werden. Ein Verstoß gegen diese Bestimmung führt zur Nichtigkeit des diesbezüglichen Rechtsgeschäfts und zum Wiederaufleben der Liberierungspflicht des Aktionärs.¹²⁵

Von dieser Rechtsfolge gibt es allerdings auch Ausnahmen, in deren Rahmen ein Rückgaberecht der Aktionäre zulässig und rechtswirksam ist.¹²⁶ Im vorliegenden Zusammenhang interessieren die folgenden: Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft, Kapitalherabsetzung und Kapitalband.

aa) Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft

Die SPAC könnte die Investorenaktien, die zurückgegeben werden sollen, zurückkaufen. Da das Gesellschaftsvermögen geschwächt wird, setzt das Aktienrecht dem Erwerb eigener Aktien jedoch umfangsmässige Schranken: Zum einen darf die Gesellschaft nach Art. 659 Abs. 1 nOR „eigene Aktien nur dann erwerben, wenn frei verwendbares Eigenkapital in der Höhe des Anschaffungswerts vorhanden ist“. Zum anderen ist nach Art. 659 Abs. 2 nOR der Erwerb eigener Aktien „auf 10 Prozent des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals beschränkt“, wobei die Lehre eine Ausnahme von dieser Beschränkung macht, wenn die zurückzukaufenden Aktien zur Vernichtung be-

¹²⁴ Siehe vorne [II.1](#). – Von US-amerikanischen De-SPAC-Transaktionen ist bekannt, dass der Anteil der zurückgegebenen Aktien von Fall zu Fall erheblich variieren kann. So haben beispielsweise bei der Fusion zwischen BuzzFeed und einer an der Nasdaq kotierten SPAC 94% aller Investoren von ihrem Rückgaberecht Gebrauch gemacht; bei der Megatransaktion zwischen Grab Holdings Inc. und der an der Nasdaq kotierten Altimeter Growth Co. wurden hingegen praktisch keine Rückgaberechte ausgeübt. Allerdings garantiert auch das Ausbleiben von ausgeübten Rückgaberechten keinen reibungslosen ersten Handelstag: Der Aktienkurs der Grab Holdings Inc. stürzte am ersten Handelstag um mehr als 21% ab.

¹²⁵ Siehe zum Gesagten BGE 140 III 533 E. 4.1 S. 541; BSK OR II-Vogt, Art. 680, N 15 ff.

¹²⁶ Siehe zu diesen Ausnahmen allgemein CR CO II-Chenaux, Art. 680, N 38; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 53 N 40; BSK OR II-Vogt, Art. 680, N 17b.

stimmt sind.¹²⁷ Soweit diese umfangmässigen Schranken eingehalten sind, können die Statuten ein statutarisches Verkaufsrecht der Aktionäre gegenüber der Gesellschaft bzw. eine statutarische Kaufpflicht der Gesellschaft vorsehen.¹²⁸ Sind sie hingegen überschritten, ist eine entsprechende Statutenbestimmung – zumindest im Fall, dass die eigenen Aktien nicht aus dem frei verwendbaren Eigenkapital finanziert werden können –¹²⁹ unzulässig und nicht rechtswirksam.¹³⁰ Vor diesem Hintergrund fragt sich, ob schon bei der Gründung – mithin in einem Zeitpunkt, in dem noch nicht klar ist, wie viele Investoren ihr Rückgaberecht ausüben werden – ein statutarisches oder vertragliches Rückgaberecht der Investoren vorgesehen werden kann.

Eine Statutenbestimmung, wonach die SPAC jedem ihrer Investoren ein Rückgaberecht gewährt, ist unzulässig und nicht rechtswirksam.¹³¹ Das liegt mit Blick auf das Ausgeführte auf der Hand, wenn im konkreten Einzelfall so viele Investoren ihr Rückgaberecht ausüben, dass die umfangmässigen Schranken überschritten sind. Die SPAC müsste dann ja Aktien kaufen, die sie nicht aus frei verwendbarem Eigenkapital finanzieren könnte oder die die Schwelle von 10% überschreiten liessen.¹³² Es gilt aber freilich auch, wenn aufgrund der konkreten Umstände des Einzelfalls gewährleistet wäre, dass die umfangmässigen Schranken nicht überschritten oder – anders gewendet – nur ein kleiner Teil der Investoren ihr Rückgaberecht ausüben würden.¹³³ Denn die Zulässigkeit und Rechtswirksamkeit einer Statutenbestimmung ist – wie bei Verträgen auch – objektiv und damit nach den Verhältnissen im Zeitpunkt ihrer Einführung zu beurteilen, nicht hingegen nach den Verhältnissen im Zeitpunkt, in

¹²⁷ Siehe dazu Böckli, § 4 Rz 264 ff.; Gericke, 42.

¹²⁸ Heinzmann, Rz 582 ff.; Kägi, § 4 Rz 131; Sanwald, 183 f.; BSK OR II-Vogt, Art. 680, N 24a; von Greyerz, 135; a.M. Böckli, § 16 Rz 203a („mit dem Gesetz absolut unvereinbar“).

¹²⁹ Für die Rechtsfolge unterscheidet die herrschende Lehre zwischen einem Überschreiten der beiden umfangmässigen Schranken. Der Erwerb von eigenen Aktien aus nicht ungebundenen Mitteln bewirke die Nichtigkeit des Rechtsgeschäfts; bei einer Verletzung der Vorschrift über die prozentmässige Beschränkung werde die Gültigkeit des Rechtsgeschäfts nicht tangiert (Art. 659 Abs. 1 OR bzw. Art. 659 Abs. 2 nOR sei insofern nur eine „Ordnungsvorschrift“) (siehe BSK OR II-Lenz/von Planta, Art. 659, N 11 f.).

¹³⁰ Sanwald, 187 f.; BSK OR II-Vogt, Art. 680, N 15 und 17.

¹³¹ In Bezug auf *redeemable shares* a.M. von Greyerz, 135.

¹³² Da bei der Gründung und der Kapitalerhöhung im Rahmen des Börsengangs ein hohes Agio geschaffen wird, dürfte in vielen Fällen allerdings genügend frei verwendbares Eigenkapital vorhanden sein.

¹³³ Im Ergebnis auch Sanwald, 189 (allerdings mit einer anderen Begründung); wohl auch Ger-
mann, Rz 1790 und 1795.

dem sie ihre Rechtswirkungen entfaltet.¹³⁴ Mit anderen Worten: Es darf für die Zulässigkeit einer Statutenbestimmung nicht darauf ankommen, ob sie sich aufgrund eines ungewissen, in der Zukunft liegenden Umstands per Zufall als rechtswirksam erweisen könnte; im Zeitpunkt der Einführung der Statutenbestimmung ist nicht klar, wer wie viele Aktien an die SPAC zurückgeben möchte.

In diesem Zusammenhang betrachtet ist Art. 2 Abs. 2 Ziff. 2 der Statuten der VT5 Acquisition Company AG bemerkenswert. Nach dieser Statutenbestimmung wird die Gesellschaft ohne Weiteres aufgelöst, sollte sie den Investoren nicht das Recht einräumen, innert 30 Tagen nach dem Zustimmungsbeschluss der Investoren ihre Aktien an die Gesellschaft zurück zu verkaufen.¹³⁵ Bei der Befragung dieser Statutenbestimmung auf ihre Vereinbarkeit mit aktienrechtlichen Prinzipien fällt zweierlei auf: Zum einen wird eine zumindest indirekte Verpflichtung zum Rückkauf der Aktien statuiert. Denn die Gesellschaft wird in eine Zwangslage versetzt; es bleibt ihr nur die Auflösung, wenn sie die Aktien nicht zurückkaufen kann. Unter diesem Blickwinkel fragt sich, wie sich eine solche indirekte Verpflichtung zum vorerwähnten Art. 659 nOR verhält. Zum anderen führt eine solche Statutenbestimmung zumindest faktisch dazu, dass die Prüfung ihrer Zulässigkeit und Rechtswirksamkeit auf einen Zeitpunkt verschoben wird, in dem sie ihre Rechtswirkungen entfaltet. Denn sollte sich die Statutenbestimmung im Zeitpunkt der Entfaltung ihrer Rechtswirksamkeit als unzulässig erweisen, wird die Gesellschaft aufgelöst, sonst nicht. Darin könnte man einen Konflikt zum vorerwähnten Prinzip sehen, wonach die Zulässigkeit und Rechtswirksamkeit einer Statutenbestimmung nach den Verhältnissen im Zeitpunkt ihrer Einführung zu beurteilen ist.

¹³⁴ Siehe dazu allgemein BK OR-Kramer, Art. 19/20, N 144; vgl. sodann zum deutschen Recht BGH II ZR 255/08 vom 6. April 2009, Rz 31 (mit Bezug auf die Zulässigkeit und Rechtswirksamkeit statutarischer Schiedsklauseln).

¹³⁵ Der Wortlaut von Art. 2 Abs. 2 Ziff. 2 der Statuten der VT5 Acquisition Company AG ist wie folgt: „Die Gesellschaft wird aufgelöst, wenn nicht alle der folgenden Bedingungen eingetreten sind, wobei die Auflösung zu dem Zeitpunkt erfolgt, an dem die nachstehenden Bedingungen infolge des Ablaufs der jeweiligen Fristen nicht mehr erfüllt werden können: [...] [2.] Die Gesellschaft hat vor der in Ziff. 1 genannten Generalversammlung [gemeint ist die Investorenversammlung] mit einer Ausübungsfrist, die frühestens am dreissigsten Kalendertag vor der Generalversammlung endet, ihren Aktionären das Recht eingeräumt, ihre A-Aktien an die Gesellschaft in Bezug auf alle A-Aktien zu einem Kaufpreis pro A-Aktie zurück zu verkaufen, der wie folgt berechnet wird: (i) die für die A-Aktien in den Escrow Accounts verfügbaren Mittel, wie im Abschnitt „Class A Shares Right to Resell and capital decrease“ des im Zusammenhang mit der Ausgabe von A-Aktien herausgegebenen Prospekts beschrieben, dividiert durch (ii) alle ausstehenden A-Aktien (ohne diejenigen nach Ziff. 5 unten) abzüglich 1'764'706 A-Aktien („Rückverkaufsrecht“).“

Nach vertraglichen Grundsätzen kann sich die SPAC nicht schon im Zeitpunkt ihrer Gründung generell dazu verpflichten, die Aktien aller Investoren zu kaufen, soweit diese ihr Rückgaberecht ausüben. Es gilt in dieser Hinsicht grundsätzlich das Gleiche wie beim Verkaufsrecht bzw. bei der Kaufpflicht nach Massgabe der Statuten.¹³⁶ Denn eine solche vertragliche Pflicht bzw. ein solches vertragliches Recht würde – zumindest potenziell – gegen Art. 659 nOR verstossen. Und natürlich muss auch die Zulässigkeit und Rechtswirksamkeit eines Vertrags nach den Verhältnissen im Zeitpunkt seines Abschlusses beurteilt werden.

Zulässig und rechtswirksam wäre hingegen eine vertragliche Verpflichtung der SPAC, die Investorenaktien im konkreten Einzelfall zurückzukaufen – zumindest insoweit, als die Voraussetzungen von Art. 659 nOR (nach der herrschenden Lehre: zumindest jene aus Abs. 1) erfüllt sind. Dabei wäre denkbar, dass die SPAC eine solche vertragliche Verpflichtung erst im Zeitpunkt eingeht, in dem die Investoren tatsächlich erklären, ihre Investorenaktien zurückzugeben. Allerdings hätten dann die Investoren vorher keinen durchsetzbaren vertraglichen Anspruch gegenüber der SPAC, was gegen eine Ausgestaltung des Rückgaberechts auf diese Weise spricht. Für die Investoren besser wäre es, wenn schon die Statuten vorsehen würden, dass in jedem konkreten Einzelfall eine Vereinbarung nach vertraglichen Grundsätzen abgeschlossen werden müsste, unter der die SPAC die Investorenaktien zurückkauft – also sozusagen, dass die Statuten ihnen ein indirektes statutarisches oder vertragliches Rückgaberecht einräumen.¹³⁷ Eine solche Statutenbestimmung muss sich aber wohl an den gleichen Grundsätzen messen lassen wie eine Statutenbestimmung, die das statutarische oder vertragliche Rückgaberecht direkt einräumt. Denn worin liegt noch der Unterschied zwischen einer Statutenbestimmung, die dem Aktionär ein Recht direkt gewährt, und einer Statutenbestimmung, die dem Aktionär einen durchsetzbaren Anspruch auf Einräumung des gleichen Rechts gibt? Entsprechend müsste sich auch eine solche Statutenbestimmung an den Vorgaben von Art. 659 nOR messen lassen (wobei das vorhin Gesagte gilt).

bb) Kapitalherabsetzung

Die SPAC könnte sodann ihr Kapital in dem Umfang herabsetzen, in dem Investorenaktien zurückgegeben werden (mit vorgängigem Rückkauf von Inves-

¹³⁶ Siehe dazu auch Sanwald, 203.

¹³⁷ Art. 2 Abs. 2 Ziff. 2 der Statuten der VT5 Acquisition Company AG könnte auch auf diese Weise interpretiert werden.

torenaktien).¹³⁸ In diesem Zusammenhang fragt sich, ob zur Gewährung eines Rückgaberechts an die Investoren in den Statuten oder in einem Vertrag vorgesehen werden kann, dass die SPAC ihr Aktienkapital herabsetzen muss (und zwar in einem Umfang, der von den Investoren bestimmt wird), wenn Investoren ihre Investorenaktien zurückgeben wollen. Oder anders gewendet: Kann den Investoren ein statutarischer oder vertraglicher Anspruch auf Herabsetzung des Aktienkapitals der SPAC eingeräumt werden?

Die Statuten können weder Aktionären noch Dritten einen Anspruch auf Herabsetzung des Aktienkapitals einräumen. Zum einen verstiesse eine Statutenbestimmung, wonach ein Aktionär oder ein Dritter das Recht hat, durch seine Willenserklärung eine Kapitalherabsetzung herbeizuführen, gegen die zwingende Zuständigkeit der Generalversammlung zum Beschluss über die Herabsetzung des Aktienkapitals der Gesellschaft (Art. 653j Abs. 1 nOR).¹³⁹ Zum anderen ist eine Statutenbestimmung, wonach die Generalversammlung (und damit die Aktionäre) dazu verpflichtet wäre, für eine Kapitalherabsetzung zu stimmen, unzulässig, weil sie gegen das Prinzip der beschränkten Leistungspflicht der Aktionäre (Art. 680 Abs. 1 OR) verstossen würde.¹⁴⁰ Ein statutarischer Anspruch auf Kapitalherabsetzung kann den Investoren somit nicht eingeräumt werden.

In diesen Zusammenhang gestellt muss sich auch Art. 2 Abs. 2 Ziff. 3 der Statuten der VT5 Acquisition Company AG, wonach die Gesellschaft ohne Weiteres aufgelöst wird, sollte die Generalversammlung keine Kapitalherabsetzung zum Zweck der Abwicklung des Rückverkaufsrechts der Investoren beschliessen, auf ihre Vereinbarkeit mit Art. 680 Abs. 1 OR befragen lassen.¹⁴¹ Dabei fällt auf: Zwar verpflichten die Statuten die Generalversammlung und damit die Aktionäre nicht direkt dazu, in einer bestimmten Weise abzustimmen. Soll die

¹³⁸ Es ist zulässig, erst die Aktien zurückzukaufen und dann im Rahmen eines Kapitalherabsetzungsverfahrens zu vernichten. Dann allerdings sollte der Rückkauf der Aktien vom Vollzug der De-SPAC-Transaktion abhängig gemacht werden. In diesem Zusammenhang ist nochmals zu erwähnen, dass die 10%-Schwelle nicht anwendbar ist (siehe vorne [Fn. 127](#)).

¹³⁹ Sanwald, 200 f.

¹⁴⁰ Wohl a.M. Germann, Rz 1852.

¹⁴¹ Der Wortlaut von Art. 2 Abs. 2 Ziff. 3 der Statuten der VT5 Acquisition Company AG ist wie folgt: „Die Gesellschaft wird aufgelöst, wenn nicht alle der folgenden Bedingungen eingetreten sind, wobei die Auflösung zu dem Zeitpunkt erfolgt, an dem die nachstehenden Bedingungen infolge des Ablaufs der jeweiligen Fristen nicht mehr erfüllt werden können: [...] [3.] Die Generalversammlung hat eine Kapitalherabsetzung durch Vernichtung von A-Aktien in der vom Verwaltungsrat vorgeschlagenen Höhe zum Zweck der Abwicklung des Rückverkaufsrechts beschlossen und den Kauf im Rahmen des Rückverkaufsrechts genehmigt.“

Auflösung der Gesellschaft – und mit ihr eine massive Wertvernichtung – verhindert werden, bleibt den Aktionären aber nichts anderes übrig, als im von den Statuten vorgegebenen Sinn abzustimmen. Darin kann man eine faktische Verpflichtung der Aktionäre erblicken. Es liesse sich dann auch argumentieren, dass eine solche Statutenbestimmung mit Art. 680 Abs. 1 OR nicht vereinbar ist.

Demgegenüber spricht grundsätzlich nichts dagegen, sämtliche Aktionäre vertraglich, beispielsweise durch einen Aktionärbindungsvertrag, dazu zu verpflichten, in der Generalversammlung für die Kapitalherabsetzung zu stimmen, wenn ein Investor sein Rückgaberecht ausüben möchte. Dafür erforderlich wäre jedoch die Zustimmung jedes Einzelnen Aktionärs nach vertraglichen Grundsätzen. Da sich die Investoren bei einer kotierten Gesellschaft jedoch nur selten organisieren und an einen Aktionärbindungsvertrag binden lassen, ist eine vertragliche Stimmpflicht der Aktionäre praktisch nicht realisierbar.¹⁴²

Was bleibt, ist die Möglichkeit, das Aktienkapital *freiwillig* und ohne jegliche statutarische oder vertragliche Verpflichtung herabzusetzen. So kann die Generalversammlung nach der Abstimmung über die De-SPAC-Transaktion beschliessen, das Aktienkapital der SPAC herabzusetzen und den frei gewordenen Betrag an die Investoren, die ihr Rückgaberecht ausüben wollen, auszuschütten. Den Investoren wird das aber wohl nicht genügen, weil sie vor dem entsprechenden Generalversammlungsbeschluss keinen durchsetzbaren Anspruch auf Rückgabe ihrer Einlage haben.

Schliesslich zu erwähnen ist, dass das alles nicht darüber hinwegtäuschen darf, dass die Kapitalherabsetzung ein recht impraktikables Instrument ist, um das Rückgaberecht der Investoren umzusetzen. Kapitalherabsetzungen sind nämlich nur unter Einhaltung bestimmter Gläubigerschutzmassnahmen zulässig, weil die Interessen der Gläubiger gefährdet sind, wenn das Haftungssubstrat der Gesellschaft abnimmt. Zu diesen Gläubigerschutzmassnahmen gehören der Schuldenruf im Schweizerischen Handelsamtsblatt (Art. 653k Abs. 1 nOR), die Pflicht zur Sicherstellung der Forderungen der Gläubiger in dem Umfang, in dem die bisherige Deckung durch die Kapitalherabsetzung vermindert wird (Art. 653k Abs. 2 nOR), und die Prüfungsbestätigung des zugelassenen Revisionsexperten (Art. 653m Abs. 1 nOR). Das alles verzögert und verteuert das Verfahren der Kapitalherabsetzung, was die Umsetzung des Rückgaberechts auf diese Weise recht unattraktiv werden lässt.¹⁴³

¹⁴² Unzweckmässig ist die vertragliche Verpflichtung der Gesellschaft: Über die Kapitalherabsetzung entscheidet die Generalversammlung und nicht die aus dem Vertrag verpflichtete Gesellschaft.

¹⁴³ Ebenso zum deutschen Recht Just, 1702 f.

cc) *Kapitalband*

Im Rahmen der Aktienrechtsrevision hat der Gesetzgeber das Kapitalband neu ins Gesetz eingeführt. Nach Art. 653s ff. nOR können die Statuten den Verwaltungsrat ermächtigen, während einer Dauer von längstens fünf Jahren das Aktienkapital innerhalb einer Bandbreite zu verändern. Eine statutarisch oder vertraglich vorgesehene Verpflichtung des Verwaltungsrats, wonach er das Kapital der SPAC herabzusetzen hat, wenn Investoren ihr Rückgaberecht ausüben, wäre denkbar und zulässig. Allerdings beschränkte sich die Möglichkeit, Rückgaberechte zu bedienen, auf den Umfang des Kapitalbands. Es könnte darum sein, dass nicht alle Investoren ihr Rückgaberecht ausüben könnten. Zudem müssen auch bei einer Herabsetzung des Aktienkapitals innerhalb dieser Bandbreite die Bestimmungen zur Sicherstellung von Forderungen, zum Zwischenabschluss und zur Prüfungsbestätigung bei der ordentlichen Kapitalherabsetzung sinngemäss beachtet werden (Art. 653u Abs. 3 nOR).¹⁴⁴ All das macht auch das Kapitalband zu einem unpassenden Instrument, um das Rückgaberecht der Investoren umzusetzen.

dd) *Exkurs: Rückkauf der Aktien durch Dritte*

Denkbar ist, das Rückgaberecht der Investoren als Verkaufsrecht gegenüber Dritten bzw. als Kaufpflicht Dritter auszugestalten. Als Dritte kommen beispielsweise die Gründer und die Sponsoren, aber auch potenzielle PIPE-Investoren infrage.

Ein solches Rückgaberecht können die Statuten grundsätzlich nicht vorsehen. Denn zum einen kann der Aktionär auch durch die Statuten nicht verpflichtet werden, mehr zu leisten als den für den Bezug einer Aktie bei ihrer Ausgabe festgesetzten Betrag (Art. 680 Abs. 1 OR); Aktionäre können also statutarisch nicht dazu verpflichtet werden, zurückgegebene Investorenaktien zu kaufen. Zum anderen beziehen sich die Statuten nur auf das interne Gesellschaftsverhältnis; Rechtsbeziehungen ausserhalb des Gesellschaftsverhältnisses können sie nicht rechtswirksam regeln.¹⁴⁵ Die Statuten können darum auch keine ausserstehenden Dritte dazu verpflichten, zurückgegebene Investorenaktien zu kaufen.

Zulässig ist jedoch, ein solches Verkaufsrecht bzw. eine solche Kaufpflicht nach vertraglichen Grundsätzen vorzusehen. Entsprechende Bestimmungen können beispielsweise im Aktionärbindungsvertrag zwischen den Gründern

¹⁴⁴ A.M. zum Ganzen Humbel/van Gammeren, 11: Die Autoren glauben, das Kapitalband bringe die nötige Flexibilität und sei eine echte Alternative für die Rückgabe der Einlagen.

¹⁴⁵ Siehe Sanwald, 193.

und den Sponsoren oder im Investment Agreement zwischen der SPAC und den PIPE-Investoren enthalten sein.¹⁴⁶ Aber auch ein vertragliches Verkaufsrecht bzw. eine vertragliche Kaufpflicht im „Gewand von Statuten“, die als solche nur formal Bestandteil der Statuten ist, wäre denkbar.¹⁴⁷ Allerdings dürfte das Problem dieses Lösungsansatzes sein, schon zu Beginn der Lebensdauer der SPAC zu wissen, wer als Käufer für die zurückgegebenen Investorenaktien auftreten soll.

d) Umwandlung der Gründeraktien

Die Gründeraktien sind gegenüber den Investorenaktien in vermögensrechtlicher Hinsicht benachteiligt; sie haben einen Liquidationsnachrang.¹⁴⁸ Dieser Liquidationsnachrang ist nur solange gerechtfertigt, als noch keine De-SPAC-Transaktion vollzogen worden ist. Denn nur bis dahin sollen die Gründer und Sponsoren das finanzielle Risiko dafür tragen müssen, dass die SPAC aufgelöst wird. Danach ist die SPAC eine gewöhnliche börsennotierte Gesellschaft, bei der das finanzielle Risiko von allen Aktionären gleichermassen getragen werden soll. Der Liquidationsnachrang soll darum beseitigt und die Gründeraktien den Investorenaktien gleichgestellt werden, sobald die De-SPAC-Transaktion erfolgreich vollzogen wurde.

Die Investorenaktien sind Vorzugsaktien im Sinn von Art. 654 ff. nOR. Das statutarische Vorrecht, das mit diesen Aktien verbunden ist, besteht am Liquidationserlös. Sollen die Gründeraktien in Investorenaktien umgewandelt und der Liquidationsnachrang beseitigt werden, werden die Investorenaktien in vermögensrechtlicher Hinsicht herabgestuft. Darin besteht eine Beeinträchtigung – wenn nicht sogar eine vollständige Aufhebung – der statutarischen Vorrechte der Investoren. Die Zulässigkeit und Rechtswirksamkeit einer solchen Beeinträchtigung setzt nach Art. 654 Abs. 3 OR die Zustimmung sowohl einer besonderen Versammlung der Investoren als auch einer Generalversammlung sämtlicher Aktionäre voraus. Dabei können die Statuten das Erfordernis einer Sonderversammlung abbedingen, nicht aber das Erfordernis der Zustimmung der Generalversammlung.¹⁴⁹ Für die Umwandlung der Gründer-

¹⁴⁶ Siehe dazu Germann, Rz 1853; Sanwald, 203 ff.

¹⁴⁷ Vgl. Sanwald, 193.

¹⁴⁸ Siehe vorne [II.1.](#)

¹⁴⁹ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 26 Rz 15; BSK OR II-Liebi, Art. 654–656, N 72; ZK OR-Siegwart, Art. 654, N 29; a.M. Böckli, § 4 Rz 171 (die Aufhebung der Substanz der Vorrechte ohne Zustimmung einer Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugsaktionäre sei unzulässig und verstosse gegen Art. 706b OR).

aktien in Investorenaktien ist somit zumindest die Zustimmung einer Mehrheit des Aktionariats erforderlich. Ein besonderes Quorum ist von Gesetzes wegen nicht verlangt, kann aber statutarisch vorgesehen werden.

Um den Gründern und den Sponsoren den Ausstieg über die Börse zu ermöglichen, ist die (nachträgliche) Kotierung ihrer Aktien erforderlich. Ein Prospekt muss allerdings nicht erstellt werden, wenn die Aktien weniger als 20% der schon kotierten Aktien ausmachen (vgl. Art. 38 Abs. 1 lit. a FIDLEG).

Bei der Umwandlung der Gründeraktien in normale Investorenaktien erleiden die Investoren eine Verwässerung des anteiligen inneren Werts ihrer Aktien, da die Gründer und Sponsoren einen tieferen Ausgabepreis gezahlt und darum weniger zum Eigenkapital der SPAC beigetragen haben. Je mehr Investoren von ihrem Recht Gebrauch machen, ihre Aktien der Gesellschaft zurückzugeben, und die Aktien nicht von PIPE-Investoren übernommen werden, desto grösser ist dieser Verwässerungseffekt. Im Übrigen hängt der Verwässerungseffekt auch von den Konditionen der Ausübung der den Gründern und Sponsoren zugeteilten Optionsrechte ab.

e) PIPE-Transaktion

Ist ein Zielunternehmen identifiziert und zeigt sich, dass die im Rahmen des Börsengangs aufgenommenen Mittel abzüglich der Mittel für die Andienung der zurückgegebenen Investorenaktien, nicht ausreichen, kann die SPAC zusätzliches Kapital im Rahmen einer sogenannten PIPE-Transaktion¹⁵⁰ beschaffen.¹⁵¹ So haben PIPE-Investoren beispielsweise im Rahmen der Akquisition der MoonLake Immunotherapeutics AG durch eine an der Nasdaq kotierte SPAC insgesamt USD 115 Millionen investiert und die De-SPAC-Transaktion dadurch erst möglich gemacht.

Bei einer PIPE-Transaktion nimmt eine börsenkotierte Gesellschaft Kapital bei einem oder mehreren privaten (meist: institutionellen) Investoren auf. Dazu wird eine Vereinbarung abgeschlossen, in der die Bedingungen des Investments festgelegt werden. Bei SPACs steht die PIPE-Transaktion typischerweise unter der Bedingung, dass die De-SPAC-Transaktion vollzogen wird.¹⁵² In der Regel erhalten die PIPE-Investoren eine Beteiligung am Eigenkapital der Gesellschaft, etwa von der Gesellschaft selbst gehaltene und bereits bestehende Aktien oder im Rahmen einer Kapitalerhöhung neu zu schaffende

¹⁵⁰ Die Abkürzung „PIPE“ steht für Private Investment in Public Equity.

¹⁵¹ Malacrida/Reutter, 8.

¹⁵² Malacrida/Reutter, 8.

Aktien (dadurch grenzt sich die PIPE-Transaktion von der klassischen Fremdfinanzierung ab). Bei SPACs wäre jedoch auch denkbar, dass den privaten Investoren Wandel- oder Optionsrechte abgegeben werden.¹⁵³

Eine PIPE-Transaktion bietet namentlich für die Investoren einige Vorteile und das Vorliegen eines Investment Agreement mit einem PIPE-Investor kann ein zusätzliches Argument dafür sein, die De-SPAC-Transaktion im Rahmen der Investorenversammlung zu genehmigen: Zum einen wird mit einer PIPE-Transaktion der Preis, für den Erwerb des Zielunternehmens, validiert. Zum anderen kann mit den PIPE-Investoren zusätzliches Know-how, Branchenkenntnis und Erfahrung sowie ein auf ein langjähriges Engagement ausgerichteter Investor in die SPAC geholt werden. Nachteil einer PIPE-Transaktion ist, dass die PIPE-Investoren oftmals einen Preisnachlass verlangen und das Angebot nicht auch dem breiten Publikum zugänglich gemacht werden kann.¹⁵⁴

Sollen bei einer PIPE-Transaktion neue Aktien geschaffen werden, muss die Generalversammlung eine Kapitalerhöhung beschliessen.¹⁵⁵ Bei einer SPAC kann die entsprechende Abstimmung gleich mit der Abstimmung über die De-SPAC-Transaktion kombiniert werden.¹⁵⁶ Dabei muss die Generalversammlung auch über den Ausschluss des Bezugsrechts bzw. des Vorwegzeichnungsrechts der bestehenden Aktionäre beschliessen.¹⁵⁷ In der Regel werden jedoch die Aktien für die PIPE-Investoren aus einem allfälligen Kapitalband bzw. genehmigten Kapital bezogen. In diesem Fall obliegt der Abschluss und die Durchführung einer PIPE-Transaktion allein dem Verwaltungsrat; einen zustimmenden Beschluss der Generalversammlung ist nicht notwendig.¹⁵⁸

Wie die PIPE-Transaktion strukturiert werden soll, hängt massgeblich von der Auslegung der Bestimmungen über das Ausnützen von Insiderinformationen ab. Die Tatsache, dass die SPAC ein Zielunternehmen gefunden hat und nun eine De-SPAC-Transaktion vollziehen will, ist nämlich – gleich wie Informationen über das Zielunternehmen selbst – eine Insiderinformation gemäss

¹⁵³ Siehe zu den PIPE-Transaktionen im Einzelnen Gerhard, PIPEs, 195 ff.

¹⁵⁴ Siehe zu den Vor- und Nachteilen einer PIPE-Transaktion Malacrida/Reutter, 2.

¹⁵⁵ In der Regel wird es eine *ordentliche* Kapitalerhöhung sein. Die Einführung von bedingtem Kapital oder eines Kapitalbands (als Ersatz zum genehmigten Kapital) ist zwar theoretisch möglich; allerdings muss man bedenken, dass das bedingte Kapital oder das Kapitalband mit der Abgabe von Optionsrechten an die Gründer, Sponsoren und Investoren vielleicht schon erschöpft ist.

¹⁵⁶ Siehe vorne [IV.1.b\)aa\)aaa\)](#).

¹⁵⁷ Siehe zum Ausschluss des Bezugsrechts in einem anderen Zusammenhang schon vorne [III.1.e\)bb\)](#).

¹⁵⁸ Siehe zum Gesagten Malacrida/Reutter, 3.

Art. 142 und 154 FinfraG.¹⁵⁹ Vor diesem Hintergrund fragt sich, ob diese Informationen gegenüber PIPE-Investoren bekanntgegeben werden dürfen und, falls ja, ob es zulässig ist, mit einem PIPE-Investor eine bindende Vereinbarung betreffend alle Punkte der PIPE-Transaktion abzuschliessen, bevor die Informationen der breiten Öffentlichkeit zugänglich gemacht worden sind. Was die erste Frage anbelangt, so ist davon auszugehen, dass die Bekanntgabe der Insiderinformationen an PIPE-Investoren von der Ausnahmebestimmung in Art. 128 lit. b FinfraV¹⁶⁰ gedeckt ist (*Safe Harbor*). Denn ein PIPE-Investor wird kaum je bereit sein, eine Vereinbarung mit einer SPAC abzuschliessen, wenn er nicht weiss, in welches Zielunternehmen er überhaupt investiert. Sonst würde sich der PIPE-Investor ins Ungewisse begeben; wirtschaftlich gesehen zielt seine Investition ja nicht auf die SPAC (über die er aufgrund des öffentlich zugänglichen Prospekts schon einige Information hat), sondern auf das Zielunternehmen ab.¹⁶¹ Bei der zweiten Frage – also der Frage, ob man schon vor Bekanntwerden der De-SPAC-Transaktion mit einem PIPE-Investor eine bindende Vereinbarung abschliessen darf – muss unterschieden werden: Zwar dürfte es im Grundsatz zulässig sein, dass sich der PIPE-Investor schon vor Bekanntwerden (in verbindlicher Weise) dazu verpflichtet, im Rahmen einer PIPE-Transaktion in die SPAC zu investieren. Es dürfen auch schon bestimmte Einzelheiten und Bedingungen der PIPE-Transaktion abgemacht werden (beispielsweise die Lock-up-Vereinbarung des PIPE-Investors). Eher unzulässig dürfte es jedoch sein, auch schon den Ausgabepreis festzulegen. Eine entsprechende Vereinbarung wäre nämlich wohl von der Ausnahmebestimmung in Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV¹⁶² nicht mehr gedeckt und würde darum gegen Art. 142 Abs. 1 lit. a und Art. 154 Abs. 1 lit. a FinfraG verstossen.¹⁶³ Der Entscheid über die Höhe des Ausgabepreises hängt nämlich massgeblich davon ab, um welches Zielunternehmen es geht und welchen Wert der PIPE-Investor diesem

¹⁵⁹ Malacrida/Reutter, 6.

¹⁶⁰ „Die Mitteilung einer Insiderinformation an eine Person fällt nicht unter Artikel 142 Absatz 1 Buchstabe b FinfraG, wenn: [...] [b.] die Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrages unerlässlich ist und die Informationsinhaberin oder der Informationsinhaber: [1.] die Informationsempfängerin oder den Informationsempfänger darauf hinweist, dass die Insiderinformation nicht ausgenützt werden darf, und [2.] die Weitergabe der Insiderinformation und den Hinweis nach Ziffer 1 dokumentiert.“

¹⁶¹ Malacrida/Reutter, 6 f.

¹⁶² „Folgende Effektengeschäfte sind auch dann zulässig, wenn sie unter die Artikel 142 Absatz 1 Buchstabe a und 143 Absatz 1 FinfraG fallen: [a.] Effektengeschäfte zur Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen, insbesondere der Erwerb von Effekten der Zielgesellschaft durch den potenziellen Anbieter im Hinblick auf die Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebots, vorausgesetzt der Entschluss wurde nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst [...]“

¹⁶³ A.M. Malacrida/Reutter, 7 und 8 f.

Zielunternehmen zuschreibt. Oder anders gewendet: Der Entschluss über die Höhe des Ausgabepreises basiert auf Tatsachen, die als Insiderinformation qualifizieren und die nicht auf Basis des eigenen Entschlusses entstanden sind (wodurch die Voraussetzungen von Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV nicht mehr erfüllt sind). Daran ändert nichts, dass der Zweck einer SPAC darin besteht, ein anderes, im Voraus noch nicht bestimmtes Unternehmen zu kaufen und so an die Börse zu bringen.¹⁶⁴ Aus unserer Sicht sollte es aber immerhin zulässig sein, den Ausgabepreis in einer bestimmbaren Weise zu vereinbaren.¹⁶⁵

Auch wenn die SPAC viele Informationen schon aufgrund der neuen Bestimmungen der SIX veröffentlichen muss, werden PIPE-Investoren auf einen direkten Zugang zum und auf einer eigenen Due Diligence Prüfung betreffend das Zielunternehmen bestehen. Unter einem insiderrechtlichen Blickwinkel sollte das möglich sein.¹⁶⁶ Wird keine Due Diligence Prüfung durchgeführt und verlassen sich die PIPE-Investoren auf den erstellten Prospekt, werden die Regeln der Prospekthaftung besonders bedeutsam.

Ihre Aktien können die PIPE-Investoren – für gewöhnlich nach Ablauf einer bestimmten Haltedauer (*Lock-up*), die für gewöhnlich kürzer ist als jene für die Gründer und Sponsoren –¹⁶⁷ an der Börse verkaufen und so relativ einfach aus ihrem Investment wieder aussteigen. Dazu müssen die an die PIPE-Investoren abgegebenen Aktien an der Börse kotiert werden (ähnlich wie bei den Gründeraktien). Dafür notwendig ist die Erstellung eines Prospekts, es sei denn, die an die PIPE-Investoren abgegebenen Aktien machen weniger als 20% der Zahl der schon kotierten Aktien (inkl. der formal kotierten Aktien aus dem bedingten Kapitals) aus (vgl. Art. 38 Abs. 1 lit. a FIDLEG). Um auf die Erstellung eines Prospekts zu verzichten, könnte man alternativ auch (Pflicht-) Wandelanleihen platzieren, die mit formal schon kotiertem bedingtem Kapital unterlegt sind.¹⁶⁸

¹⁶⁴ So indes Malacrida/Reutter, 7.

¹⁶⁵ Alternativ zum hier beschriebenen Vorgehen wäre es auch denkbar, dass erst die De-SPAC-Transaktion bekannt gemacht und dann das Verfahren für die PIPE-Transaktion eingeleitet wird (siehe Malacrida/Reutter, 9). In diesem Fall erübrigten sich Überlegungen zum Insiderhandel.

¹⁶⁶ Siehe auch Malacrida/Reutter, 10.

¹⁶⁷ Malacrida/Reutter, 11.

¹⁶⁸ Siehe Gerhard, PIPEs, 236 (in Fn. 113), der diese und andere Spielvarianten schon unter dem alten Kotierungsreglement untersucht hat.

f) Liquidation

aa) Auflösung und Liquidation bei gescheiterter De-SPAC-Transaktion

Erfolgt innert einer Maximalfrist von drei Jahren keine De-SPAC-Transaktion, soll die SPAC aufgelöst und liquidiert werden müssen.¹⁶⁹ Zu diesem Zweck kann die Dauer der SPAC nach Massgabe der Statuten begrenzt werden (Art. 736 Abs. 1 Ziff. 1 nOR). Ist die statutarische Dauer der SPAC erreicht, tritt die SPAC ohne Weiteres in das Liquidationsstadium ein, ohne dass es dafür eines besonderen Beschlusses der Generalversammlung oder eines richterlichen Entscheids bedürfte.¹⁷⁰

Die Statutenbestimmung, die die Dauer der SPAC begrenzt, braucht nicht darauf Bezug zu nehmen, ob innert der Maximalfrist eine De-SPAC-Transaktion genehmigt wurde oder nicht. Zwar soll die SPAC selbstverständlich dann nicht aufgelöst werden, wenn eine De-SPAC-Transaktion erfolgreich vollzogen werden kann. Dann aber muss die Generalversammlung (und die Investorenversammlung) vor Ablauf der Frist sowieso über die De-SPAC-Transaktion abstimmen.¹⁷¹ Bei dieser Gelegenheit kann sie dann auch gleich die Statutenbestimmung über die Beschränkung der Dauer anpassen oder streichen.¹⁷² Auch wenn dann eine öffentliche Beurkundung des Generalversammlungsbeschlusses notwendig ist, ist die Formulierung der Statuten auf diese Weise empfehlenswert, vor allem aus zwei Gründen: Zum einen geht man damit der schwierigen Frage aus dem Weg, wie eine Statutenbestimmung formuliert werden soll, welche die Auflösung der SPAC exakt nur dann bewirkt, wenn eine von den Investoren abgesegnete De-SPAC-Transaktion nicht mehr möglich ist.¹⁷³ Zum anderen kann damit sichergestellt werden, dass die De-SPAC-Transaktion zwingend auch den Investoren zur Zustimmung unterbreitet werden muss.¹⁷⁴

Zum Schutz der Investoren können die Statuten vorsehen, dass die Statutenbestimmung über die Begrenzung der Dauer der SPAC nur mit einem qualifizierten Quorum angepasst (das heisst vor allem verlängert) oder gestrichen

¹⁶⁹ Siehe vorne [II.1](#). Die Maximalfrist von drei Jahren ist von der SIX Regularien vorgeschrieben.

¹⁷⁰ Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 55 Rz 11.

¹⁷¹ Siehe vorne [IV.1.b](#)).

¹⁷² Siehe zur Zulässigkeit einer Anpassung oder Streichung von statutarischen Auflösungsgründen Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 55 Rz 13.

¹⁷³ Siehe dazu der relativ umfangreiche Art. 2 der Statuten der VT5 Acquisition Company AG. Diese Statutenbestimmung soll zur Auflösung der Gesellschaft führen, wenn bestimmte Bedingungen infolge Zeitablaufs nicht mehr erfüllt werden können.

¹⁷⁴ Siehe zum letzteren Argument etwas ausführlicher vorne [IV.1.b\)aa\)bbb\)](#).

werden kann.¹⁷⁵ Dieses qualifizierte Quorum kann dabei insbesondere auch die Zustimmung einer besonderen Mehrheit der an der entsprechenden Generalversammlung vertretenen Stimmen der Investoren voraussetzen.

bb) Liquidationsverfahren

Die Liquidation und das Liquidationsverfahren sind im Wesentlichen in Art. 739 ff. OR geregelt. Sie umfassen vor allem die folgenden Massnahmen: Der Ablauf der Maximalfrist und der Eintritt des statutarischen Auflösungsgrunds ist vom Verwaltungsrat beim Handelsregister anzumelden (Art. 737 OR). Die SPAC behält zwar noch ihre Rechtspersönlichkeit bis die Auseinandersetzung auch mit den Aktionären durchgeführt ist, ihre Firma wird allerdings mit dem Zusatz „in Liquidation“ geführt (Art. 739 Abs. 1 OR). Ihre Tätigkeit beschränkt sich nun auf die Durchführung der Liquidation, womit der Zweck der SPAC (erneut) geändert wird.

Beim Handelsregister anzumelden sind auch die Liquidatoren (Art. 740 Abs. 2 OR). In der Regel wird die Liquidation durch den Verwaltungsrat besorgt (Art. 740 Abs. 11. Halbsatz OR). Zulässig ist jedoch auch, die Liquidatoren in den Statuten zu bezeichnen (Art. 740 Abs. 1 2. Halbsatz OR), etwa indem die Bestimmung über die Beschränkung der Dauer auch gleich die Person des Liquidators bestimmt. Wenn das gewollt ist, könnte so sichergestellt werden, dass keiner der Gründer – sie sind mit der Suche nach einem geeigneten Zielunternehmen ja gescheitert – (auch) als Liquidator amtiert. Schliesslich wäre noch denkbar, den Liquidator durch Beschluss der Generalversammlung und damit vor allem der Investoren zu bestimmen (Art. 740 Abs. 1 2. Halbsatz OR).

Die Liquidatoren müssen eine Bilanz aufstellen und die Gläubiger auffordern, ihre Ansprüche bekanntzugeben (Art. 742 OR). Unbekannte Gläubiger müssen durch öffentliche Bekanntmachung im Schweizerischen Handelsamtsblatt und überdies in der von den Statuten vorgesehenen Form von der Auflösung in Kenntnis gesetzt und zur Anmeldung ihrer Ansprüche aufgefordert werden (sogenannter Schuldenruf). Anschliessend sind ausstehende Liberierungsbe-

¹⁷⁵ Ein entsprechendes qualifiziertes Quorum sehen die Statuten der VT5 Acquisition Company AG in Art. 2 Abs. 4 vor: „Dieser Artikel 2 kann nur durch einen Beschluss geändert werden, der von zwei Dritteln der an der jeweiligen Generalversammlung abgegebenen Stimmen der A-Aktien (ausschliesslich Enthaltungen) und zwei Dritteln der an der jeweiligen Generalversammlung abgegebenen Stimmen der Gründeraktien (ausschliesslich Enthaltungen) gutgeheissen wird, mit der Ausnahme, dass das in Ziff. 1 oben genannte Datum [14. April 2023] durch eine Mehrheit der an einer Generalversammlung abgegebenen Stimmen (ausschliesslich Enthaltungen) auf ein beliebiges Datum zwischen dem 14. April 2023 und dem 14. Juli 2023 geändert werden kann.“

träge einzufordern und die Schulden zu bezahlen. Aktiven, die verwertet werden könnten, wird es kaum welche geben; das Vermögen der SPAC besteht vor allem aus den flüssigen Mitteln auf dem Treuhandkonto, die vor allem für die Finanzierung einer De-SPAC-Transaktion zur Verfügung gestanden hätten und nicht verwertet werden müssen.

cc) *Verteilung des Liquidationserlöses und Abschluss des Liquidationsverfahrens*

Das Vermögen der SPAC wird nach Abschluss der Liquidationshandlungen, insbesondere nach erfolgter Tilgung der Schulden, an die Aktionäre verteilt. Nach Art. 745 Abs. 1 OR ist das Vermögen, „soweit die Statuten nichts anderes bestimmen, nach Massgabe der einbezahlten Beträge und unter Berücksichtigung der Vorrechte einzelner Aktienkategorien“ zu verteilen. „Vorrechte“ haben die Investoren, die mit Bezug auf den Liquidationsanteil bessergestellt sind als die Gründer und Sponsoren. Sie werden deshalb vorab befriedigt.¹⁷⁶ Verbleibt dann noch ein Liquidationsüberschuss, wird er den Gründern und Sponsoren zugeteilt.

Zum Schutz der Gläubiger darf die Verteilung frühestens nach Ablauf eines Jahres vollzogen werden, von dem Tag an gerechnet, an dem der Schuldenruf ergangen ist (Art. 745 Abs. 2 nOR). Selbst wenn also die Liquidation vor Ablauf von einem Jahr beendet werden könnte, muss grundsätzlich mit der Rückerstattung der Beträge noch gewartet werden. Ausnahmsweise darf eine Verteilung jedoch schon nach Ablauf von drei Monaten erfolgen, wenn ein zugelassener Revisionsexperte bestätigt, dass die Schulden getilgt sind und nach den Umständen angenommen werden kann, dass keine Interessen Dritter gefährdet sind. Bei SPACs dürfte diese Bestätigung eine Formalie sein und problemlos eingeholt werden können.

Erst nach durchgeführter Liquidation hört die SPAC zu bestehen auf und erst jetzt kann ihre Löschung im Handelsregister veranlasst werden (Art. 746 OR und Art. 65 HRegV). Das Handelsregisteramt prüft dann noch, ob alle Steuern bezahlt wurden. Ist das der Fall, löscht es die SPAC aus dem Handelsregister.

¹⁷⁶ Siehe dazu vorne [III.1.e\)bb\)aaa\).](#)

2. Börsenrecht

a) *Neue Bestimmungen der SIX*

Die neuen Bestimmungen der SIX enthalten neben einigen Bestimmungen zu den Voraussetzungen und den Bedingungen der Kotierung und der Aufrechterhaltung der Kotierung¹⁷⁷ auch Vorschriften über den Vollzug der De-SPAC-Transaktion:

aa) *Frist für die De-SPAC-Transaktion*

Art. 89h Abs. 1 KR sieht vor, dass die De-SPAC-Transaktion innert maximal drei Jahren seit dem ersten Handelstag vollzogen sein muss.

Drei Jahre erscheinen grundsätzlich angemessen. Im Vergleich mit der Regelung in anderen Staaten ist das eher lang; für gewöhnlich beträgt die Maximaldauer zwei Jahre. Allerdings wäre eine starre Frist nicht nötig gewesen. Besser gewesen wäre die Möglichkeit zur Verlängerung der Frist mit Zustimmung einer (qualifizierten) Mehrheit der Investoren. Dadurch hätte man im Einzelfall auftretenden Komplikationen Rechnung tragen können. Vor dem Hintergrund des Anlegerschutzes spräche jedenfalls nichts gegen eine solche Verlängerung der Frist mit Zustimmung der Investoren.

bb) *Zustimmung der Investoren zur De-SPAC-Transaktion*

aaa) *Allgemeines*

Nach Art. 89l KR müssen die Investoren die De-SPAC-Transaktion „mit einer Mehrheit aller an einer speziellen Versammlung oder Abstimmung (Investorenversammlung) vertretenen Stimmen“ genehmigen. Umgekehrt heisst das, im Fall, dass die Investorenversammlung die De-SPAC-Transaktion nicht genehmigt, sie auch nicht vollzogen werden soll.

Es ist zweifelhaft, wie sinnvoll es ist, börsenrechtlich vorzuschreiben, dass die Investoren über die De-SPAC-Transaktion abstimmen müssen: Erstens können die Investoren wegen aktienrechtlicher oder fusionsrechtlicher Vorgaben sowieso in den meisten Fällen über die De-SPAC-Transaktion abstimmen. Zweitens haben die Investoren ein Rückgaberecht, das es ihnen erlaubt, aus der Gesellschaft auszuscheiden, wenn sie mit der De-SPAC-Transaktion nicht einverstanden sind. Und drittens ist es aus aktienrechtlicher Sicht nicht pro-

¹⁷⁷ Siehe dazu vorne [III.2.](#)

blemlos möglich, in den Statuten eine Bestimmung vorzusehen, wonach die De-SPAC-Transaktion zwingend einer Versammlung der Investoren zur Zustimmung zu unterbreiten ist; börsenrechtlich etwas anderes vorzuschreiben, ändert daran nichts, und macht die Kotierung im neuen regulatorischen Standard für SPACs nur unnötig komplizierter (zumal der Kotierungsstandard auch noch auf schweizerische Aktiengesellschaften beschränkt ist).

Bevor die Gründer und Sponsoren eine Vereinbarung mit einem Zielunternehmen über eine De-SPAC-Transaktion abschliessen, sollten sie (unter Einhaltung der massgebenden insiderrechtlichen Rahmenbedingungen) grössere Aktionäre über das geplante Vorhaben informieren und von ihnen Zusagen einholen, dass sie die De-SPAC-Transaktion unterstützen und im Rahmen der Investorenversammlung genehmigen werden. Dadurch kann ein zu hoher Mittelabfluss verhindert und dem Risiko, dass die De-SPAC-Transaktion nicht mehr finanzierbar ist, vorgebeugt werden. In diesen Fällen werden die Gründer jedoch auch Geheimhaltungsvereinbarungen mit den grösseren Aktionären abschliessen müssen.

bbb) Einberufung der Investorenversammlung

Zur Investorenversammlung muss der Verwaltungsrat der SPAC gemäss den allgemeinen aktienrechtlichen Bestimmungen über die Einberufung von Generalversammlungen einladen (Art. 699 ff. nOR). Demnach muss auch die Investorenversammlung mindestens 20 Tage vor dem Versammlungstag einberufen werden (Art. 700 Abs. 1 nOR). In der Einberufung sind unter anderem die Verhandlungsgegenstände und die Anträge des Verwaltungsrats samt kurzer Begründung dieser Anträge anzugeben (Art. 700 Abs. 2 Ziff. 2 und 3 nOR). Virtuelle Investorenversammlungen werden unter dem neuen Aktienrecht zulässig sein (Art. 701c ff. nOR).

ccc) Information der Investoren

Zusammen mit der Einladung zur Investorenversammlung muss der Verwaltungsrat angemessene Informationen über die beabsichtigte De-SPAC-Transaktion veröffentlichen (Art. 89m KR und Art. 5 Abs. 1 RLSPAC). Über was genau informiert werden muss, ist in der Richtlinie SPACs geregelt. Demnach müssen bestimmte Informationen zum Zielunternehmen – insbesondere Beschreibung des Zielunternehmens, dessen Geschäft und dessen Organe nach der De-SPAC-Transaktion, sowie finanzielle Informationen, die für den Entscheid über die De-SPAC-Transaktion relevant sind (unter anderem die beiden letzten Geschäftsberichte mit den für die letzten drei Geschäftsjahre geprüften Jahresabschlüssen) – und zur geplanten De-SPAC-Transaktion – insbesondere

Begründung für die Transaktion und deren Risiken, potenzielle Interessenkonflikte des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung bei Evaluierung des Zielunternehmens, Beschreibung des Rückkaufangebots, Finanzierung der Transaktion, Bedingungen des Vollzugs sowie Rollen der involvierten Banken – veröffentlicht werden (Art. 5 Abs. 4 RLSPAC). Neu gegenüber dem Regelungsentwurf vom Juni 2021 verlangt die RLSPAC auch, dass die SPAC bestätigt, dass sie vom Zielunternehmen keine nicht öffentlichen Informationen erhalten hat, die den Entscheid der Investoren massgeblich beeinflussen könnten und nicht offengelegt sind; dabei präzisiert die RLSPAC, dass blossе Perspektiven und Prognosen nicht als solche Informationen gelten.

Diese Informationen sind entsprechend den Bestimmungen über die Ad-hoc-Publizität zu veröffentlichen (Art. 5 Abs. 5 RLSPAC). Wenn zwischen Veröffentlichung der Informationen und der Abstimmung über die Genehmigung der De-SPAC-Transaktion neue Tatsachen eintreten oder festgestellt werden und diese den Entscheid der Investoren betreffend die Zustimmung zur De-SPAC-Transaktion beeinflussen könnten, muss ein Nachtrag zum Informationsdokument erstellt und publiziert werden (Art. 5 Abs. 6 RLSPAC).

ddd) Fairness Opinion

Nach Art. 5 Abs. 2 RLSPAC muss eine von den Parteien unabhängige Stelle, namentlich eine anerkannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die Angemessenheit der Bedingungen der De-SPAC-Transaktion, insbesondere auch in Bezug auf den festgelegten Wert des Zielunternehmens, überprüfen und dazu einen Bericht erstellen (die sogenannte Fairness Opinion). Diese Fairness Opinion muss im Informationsdokument, das den Investoren spätestens 20 Tage vor der Investorenversammlung zugestellt wird, veröffentlicht werden. Art. 5 Abs. 2 und 3 RLSPAC waren im Regelungsentwurf vom Juni 2021 noch nicht vorgesehen; es ist davon auszugehen, dass sie auf eine Forderung der FINMA zurückgehen.

Es wird sich weisen, ob diese Fairness Opinion ihrem Inhalt nach den Bewertungsgutachten, wie sie aus öffentlichen Übernahmen bekannt sind, ähnlich sein wird oder ob sie eher den Fairness Opinion im US-amerikanischen Stil entsprechen. Die neuen Bestimmungen der SIX scheinen jedenfalls keinen höheren oder anderen Standard im Zusammenhang mit SPACs zu fordern.

Man mag bezweifeln, dass die Fairness Opinion dem Anlegerschutz tatsächlich einen Mehrwert bringen wird. Dafür ist der Ermessensspielraum bei der Beurteilung des Werts des Zielunternehmens zu gross. Jedenfalls gibt es sicher bessere Möglichkeiten, wie Anleger über den Wert des Zielunternehmens informiert werden können bzw. wie der Wert des Zielunternehmens verifiziert

werden kann. Zudem sind die Anleger schon insoweit geschützt, als die verantwortlichen Personen gesellschaftsrechtlich haftbar sind, wenn die De-SPAC-Transaktion zu ungünstigen Bedingungen vollzogen wird.

cc) Wechsel des regulatorischen Standards

Nach Vollzug der De-SPAC-Transaktion hat die SPAC innert drei Monaten ein Gesuch um Wechsel des Kotierungsstandards einzureichen (Art. 89h Abs. 7 KR). Diese Regelung steht in einer Linie mit Art. 89h Abs. 1 KR, wonach im Kotierungsstandard für SPACs nur jene Gesellschaften kotiert sein können, „deren ausschliesslicher Zweck der direkte oder indirekte Erwerb eines Akquisitionsobjekts (oder bei zeitgleichem Erwerb mehrerer Akquisitionsobjekte) oder der Zusammenschluss mit einem oder mehreren unternehmerisch tätigen Akquisitionsobjekten ist“. Mit Vollzug der De-SPAC-Transaktion ändert sich der Zweck der SPAC; sie wird eine operativ tätige Gesellschaft, sei es direkt oder indirekt als Holdinggesellschaft.

Nach Art. 89q KR bestehen die Pflichten gemäss Art. 89n KR (quartalsweise Berichterstattung), Art. 89o KR (Publikation des Quartalsabschlusses) und Art. 89p KR (Offenlegung von Management-Transaktionen) auch nach dem Wechsel des Kotierungsstandards gemäss Art. 89h Abs. 7 KR weiter.

dd) Rückgaberecht der Investoren

Zumindest denjenigen Investoren, welche die De-SPAC-Transaktion ablehnen, muss ein Rückgaberecht eingeräumt werden (Art. 89h Abs. 3 KR). Wie dieses Rückgaberecht auszugestalten ist, regeln die neuen Bestimmungen der SIX nicht. In dieser Hinsicht setzt das Aktienrecht enge Schranken. An dieser Stelle soll es darum mit einem Verweis auf die entsprechenden aktienrechtlichen Bestimmungen sein Bewenden haben.¹⁷⁸

ee) Weitere Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung

Auch nach der De-SPAC-Transaktion gilt betreffend die Bedingungen für die Aufrechterhaltung der Kotierung der Verweis auf Art. 49–56 KR, sofern nicht abweichende oder ergänzende Vorschriften anwendbar sind (Art. 89h Abs. 8 KR).¹⁷⁹

Abweichende Vorschriften sind Art. 89n f. KR, welche die Bestimmungen über die Zwischenberichterstattung (Art. 50 Abs. 2 KR) überlagern. Nach der De-

¹⁷⁸ Siehe dazu im Einzelnen vorne [IV.1.c](#).

¹⁷⁹ Vgl. dazu auch schon vorne [III.2](#).

SPAC Transaktion sind SPACs verpflichtet, Quartalsabschlüsse bis spätestens zwei Monate nach Ende des Berichtszeitraums gemäss den anwendbaren Rechnungslegungsstandards zu veröffentlichen, sofern das Zielunternehmen bei der De-SPAC-Transaktion nicht über eine finanzielle Berichterstattung über drei Geschäftsjahre nach einem anerkannten Rechnungslegungsstandard verfügt. Diese Quartalsabschlüsse müssen nicht revidiert werden. Es ist fraglich, wie sinnvoll es ist, eine quartalsweise Berichterstattung bei erst kürzlich gegründeten Gesellschaften zu verlangen. Besser wäre es wohl einfach gewesen, auch in dieser Hinsicht die allgemeinen Bestimmungen für anwendbar zu erklären.

Ausserdem überlagert und ergänzt Art. 89p KR den allgemeinen Art. 56 KR betreffend die Offenlegung von Management-Transaktionen.¹⁸⁰

ff) Lock-up

Nach Art. 89h Abs. 5 KR müssen sich „Gründeraktionäre, Sponsoren sowie Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung der SPAC [dazu] verpflichten [...], Lock-up Vereinbarungen einzugehen, welche eine Haltefrist von mindestens sechs Monaten nach Vollzug des De-SPAC vorsehen“. Diese Bestimmung war im Regelungsentwurf vom Juni 2021 noch nicht vorgesehen.

Man mag fragen, warum sich die SIX dazu veranlasst sah, eine börsenrechtliche Bestimmung über Lock-up Vereinbarungen der verantwortlichen Personen aufzustellen – beim gewöhnlichen Börsengang gibt es sie nicht. Zwar ist ein Lock-up durchaus im Interesse der Investoren (und darüber hinaus auch im Interesse der SPAC). Und der Lock-up kann eine angemessene Massnahme sein, den Interessenkonflikt der für die Suche nach dem Zielunternehmen verantwortlichen Gründer zu adressieren. Vor dem Hintergrund der recht detaillierten Anforderungen an den Inhalt des Prospekts erscheint es aber unnötig restriktiv, der SPAC auch noch autoritativ vorzuschreiben, Lock-up Vereinbarungen mit ihren Gründern und Sponsoren abschliessen zu müssen. Besser wäre es wohl gewesen, es der SPAC zu überlassen, ob sie entsprechende Lock-up Vereinbarungen eingehen will oder nicht.

Die VT5 Acquisition Company AG hat Lock-up Vereinbarungen mit ihren Gründern, ihrem Sponsor – das heisst der Veraison SICAV –¹⁸¹ und ihren Orga-

¹⁸⁰ Vgl. dazu für die Phase vor der De-SPAC Transaktion schon vorne [III.2.b\)bb\)](#).

¹⁸¹ Der Lock-up betreffend die Veraison SICAV betrifft allerdings nur einen Teil ihrer Aktien (namentlich 1'764'706 Aktien).

nen abgeschlossen. Die Dauer des Lock-up beträgt zwölf Monate nach Vollzug der De-SPAC-Transaktion, womit die VT5 Acquisition Company AG über das von der SIX verlangte Mindestmass von sechs Monaten hinausgeht.

gg) *Liquidationsprivileg der Investoren*

Muss die SPAC liquidiert werden, namentlich weil innert der vorgegebenen Frist keine De-SPAC-Transaktion vollzogen werden konnte, sind die Investorenaktien privilegiert zu behandeln (Art. 89h Abs. 4 KR). Gemeint ist damit, dass der Liquidationsüberschuss zunächst unter den Investoren nach Massgabe der einbezahlten Beträge verteilt werden muss. Aus der Sicht des Aktienrechts wird das mit der Einführung von Vorzugsaktien gewährleistet.¹⁸²

b) *Sonderproblem: Übernahmerechtliche Anforderungen an den Rückkauf von Investorenaktien*

Öffentliche Angebote einer Gesellschaft, ihre Beteiligungspapiere zurückzukaufen (sogenannte Rückkaufprogramme), sind nach der ständigen Praxis der Übernahmekommission öffentliche Kaufangebote im Sinn von Art. 2 lit. i FinfraG und sie unterliegen darum den Bestimmungen in Art. 125 ff. FinfraG und den dazugehörenden Verordnungen (FinfraV-FINMA, FinfraV und UEV).¹⁸³ Sofern das Rückkaufprogramm allerdings vollständig im Einklang mit den Regeln des UEK-Rundschreibens Nr. 1 (Rückkaufprogramme) vom 27. Juni 2013 (UEK-RS Nr. 1) steht, so ist das Meldeverfahren anwendbar und die Gesellschaft ist nach Art. 4 Abs. 2 UEV i.V.m. UEK-RS Nr. 1, Rz 4 f. und 31 ff., von der Einhaltung der ordentlichen Bestimmungen des Übernahmerechts befreit. Andernfalls bedarf es zur Freistellung einer Verfügung der Übernahmekommission (UEK-RS Nr. 1, Rz 35).

Das UEK-RS Nr. 1 unterscheidet zwischen Rückkaufprogrammen zum Festpreis und Rückkaufprogrammen zum Marktpreis. Angebote zum Festpreis entsprechen öffentlichen Teilangeboten, die für eine Mindestdauer von zehn Börsentagen offen sind und die zu einem bestimmten Preis unterbreitet werden. Angebote zum Marktpreis sind hingegen Transaktionen, bei denen die Gesellschaft ihre Absicht bekanntgibt, eigene Aktien auf der ordentlichen oder auf

¹⁸² Siehe dazu vorne [IV.1.f](#).

¹⁸³ Verfügung der Übernahmekommission 782/01 vom 19. März 2021 i.S. VT5 Acquisition Company AG, E. 2 (Ingress) (Rz 5 f.).

einer zweiten Handelslinie zurückzukaufen; diese Rückkaufprogramme dauern maximal drei Jahre und erfolgen zum Marktpreis, der sich aus dem Handel an der Börse ergibt.¹⁸⁴

Rückkaufprogramme, die im Zusammenhang mit dem Rückgaberecht von Investoren einer SPAC stehen, gehören zur Kategorie der Rückkaufprogramme zum Festpreis. Sie erfüllen aber typischerweise nicht alle in UEK-RS Nr. 1, Rz 8–20, beschriebenen Voraussetzungen: Erstens, die SPAC beabsichtigt in der Regel, nur die kotierten Investorenaktien zurückzukaufen, nicht auch all-fällige kotierte Optionsrechte. Nach Art. 9 Abs. 2 UEV und UEK-RS Nr. 1, Rz 9, müsste sich das Rückkaufprogramm jedoch auf alle Kategorien von kotierten Beteiligungspapieren erstrecken, was kotierte Optionsrechte mitumfasst. Zweitens, bei einem Rückkaufprogramm einer SPAC ist zumindest theoretisch nicht auszuschliessen, dass sich nach dem Rückkauf und der De-SPAC-Transaktion die Kontrollverhältnisse verändern; das dürfe nach UEK-RS Nr. 1, Rz 10, aber eben gerade nicht der Fall sein. Drittens, im Rahmen eines Rückkaufprogramms einer SPAC kann nicht ausgeschlossen werden, dass nach Durchführung des Rückkaufprogramms noch eine ausreichende Streuung im Sinn von Art. 19 KR vorliegt. Nach UEK-RS Nr. 1, Rz 13, darf die Durchführung des Rückkaufprogramms jedoch nicht dazu führen, „dass Mindestschwellen unterschritten werden, welche Kotierungsvoraussetzung gemäss den Bestimmungen der Börse sind, an welcher die Beteiligungspapiere kotiert sind“. Zu diesen Mindestschwellen gehören auch die Voraussetzungen für eine ausreichende Streuung.¹⁸⁵

Im Zusammenhang mit der Beurteilung des Rückkaufprogramms der VT5 Acquisition Company AG hat die Übernahmekommission erwogen, dass keine der vorgenannten Umstände eine Verletzung übernahmerechtlicher Grundsätze (Lauterkeit, Transparenz, Gleichbehandlung und Treu und Glauben) bewirken oder zu einer Umgehung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote führen. Sie hat darum die Abweichungen von den Regeln des UEK-RS Nr. 1 genehmigt und die Freistellung von den ordentlichen Bestimmungen des Übernahmerechts verfügt.¹⁸⁶ Das dürfte auch für andere SPACs gelten.

¹⁸⁴ Siehe zum Ganzen Verfügung der Übernahmekommission 782/01 vom 19. März 2021 i.S. VT5 Acquisition Company AG, E. 2 (Ingress) (Rz 10).

¹⁸⁵ Nach Art. 19 Abs. 2 KR gilt eine ausreichende Streuung als erreicht, „wenn die in der gleichen Kategorie ausstehenden Effekten des Emittenten zu mindestens 20% im Publikumsbesitz sind und die Kapitalisierung der sich im Publikumsbesitz befindenden Effekten mindestens CHF 25 Millionen beträgt“.

¹⁸⁶ Verfügung der Übernahmekommission 782/01 vom 19. März 2021 i.S. VT5 Acquisition Company AG, E. 2.1 und 2.2 (Rz 13 ff.).

Da sich das Rückkaufprogramm grundsätzlich auf sämtliche Investorenaktien bezieht, könnte die SPAC ein allenfalls beträchtlicher Anteil des Aktienkapitals der Gesellschaft zurückkaufen. Nach Art. 123 Abs. 2 FinfraV und UEK-RS Nr. 1, Rz 11, darf aber der Umfang der Rückkäufe gesamthaft 10% des Kapitals und der Stimmrechte und 20% des frei handelbaren Anteils der Beteiligungsrechte nicht übersteigen. Die Übernahmekommission kann Rückkäufe in einem grösseren Umfang bewilligen, wenn dies mit den Interessen der Anleger vereinbar ist (Art. 123 Abs. 3 FinfraV). Mit Bezug auf das Rückkaufprogramm der VT5 Acquisition Company AG hat die Übernahmekommission die Ausdehnung des Volumens des Rückkaufangebots im Fall einer SPAC genehmigt.¹⁸⁷ Es ist davon auszugehen, dass die Übernahmekommission auch Rückkaufangebote von anderen SPACs unter diesem Aspekt genehmigen würde.

Typischerweise knüpft eine SPAC die Rechtswirksamkeit ihres Rückkaufprogramms an die Bedingung, dass die Investoren die De-SPAC-Transaktion genehmigen und der Zusammenschluss mit dem Zielunternehmen vollzogen werden kann. Nach Art. 13 Abs. 1 UEV dürfen Rückkaufprogramme allerdings nur dann an Bedingungen geknüpft werden, wenn die Gesellschaft daran ein begründetes Interesse hat. Zudem sind grundsätzlich nur solche Bedingungen zulässig, deren Eintritt die Gesellschaft selber nicht beeinflussen kann (Art. 13 Abs. 2 UEV). Im Zusammenhang mit dem Rückkaufprogramm der VT5 Acquisition Company AG hat die Übernahmekommission festgestellt, dass die beiden vorerwähnten Bedingungen – Genehmigung und Vollzug der De-SPAC-Transaktion – zulässig sind. Dabei war für die Übernahmekommission offenbar entscheidend, dass in den Statuten der VT5 Acquisition Company AG vorgesehen ist, dass die Generalversammlung ihre Beschlüsse mit der absoluten Mehrheit der abgegebenen Stimmen fasst; denn so sei eine massgebliche Einflussnahme der Gründer und der Sponsoren auf den Eintritt der Bedingungen nicht möglich.¹⁸⁸

Im Rückkaufprogramm wird die SPAC den Rückkaufpreis – oder die Formel zur Berechnung des Rückkaufpreises – festlegen. Art. 127 Abs. 2 FinfraG sieht vor, dass der Anbieter „die Besitzerinnen und Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art gleich behandeln“ muss. Daraus wird geschlossen, dass der Rückkaufpreis grundsätzlich für alle Personen, die ihre Beteiligungspapiere in einem Angebot andienen, gleich sein muss. Das Prinzip der Transparenz verlangt zudem, dass der Rückkaufpreis transparent und für einen durchschnitt-

¹⁸⁷ Verfügung der Übernahmekommission 782/01 vom 19. März 2021 i.S. VT5 Acquisition Company AG, E. 2.3.3 (Rz 41 ff.).

¹⁸⁸ Verfügung der Übernahmekommission 782/01 vom 19. März 2021 i.S. VT5 Acquisition Company AG, E. 2.5.3 (Rz 62 ff.).

lichen Anleger verständlich beschrieben sein muss. Dabei muss der Rückkaufpreis bestimmt oder zumindest bestimmbar sein, wobei im letzteren Fall objektive Kriterien entscheidend sein müssen, die von den Parteien nicht beeinflusst werden können.¹⁸⁹ Der Rückkaufpreis bei der VT5 Acquisition Company AG berechnet sich wie folgt: „[...] die für die A-Aktien [Investorenaktien] in den Escrow Accounts verfügbaren Mittel [...], dividiert durch [...] alle ausstehenden A-Aktien [...] abzüglich 1'764'706 A-Aktien“.¹⁹⁰ Betreffend diese Berechnungsformel hat die Übernahmekommission erwogen, dass der Rückkaufpreis gleichermassen für alle Personen gelte, die ihre Beteiligungspapiere unter dem SPAC-Rückkaufangebot andienen, und er nach objektiven, von den Parteien nicht beeinflussbaren Kriterien bestimmt werde. Des Weiteren sei die Berechnungsformel für einen durchschnittlichen Anleger verständlich beschrieben. Die Übernahmekommission bewilligte deshalb die Berechnungsformel der VT5 Acquisition Company AG.

Bei einer SPAC sicher sinnvoll ist, wenn ein Opting out in die Statuten eingeführt wird. Denn in diesem Fall wäre ein öffentliches Kaufangebot im Fall, dass die Schwellenwerte von Art. 135 Abs. 1 FinfraG überschritten sind, nicht notwendig, weil die Aktionäre auf den Schutz verzichten, den die Angebotspflicht vermittelt. Das Opting out kann sich dabei auch nur auf die SPAC und ihr Rückkaufprogramm beziehen (und muss darüber hinaus nicht auch andere Personen oder Transaktionen umfassen). Bei einem solchen selektiven Opting out verzichten die Aktionäre nur partiell auf ihr gesetzliches Ausstiegsrecht. Eine Statutenbestimmung über ein vor der Kotierung eingeführtes ursprüngliches (allgemeines oder selektives) Opting out prüft die Übernahmekommission nur, ob ein Grund für deren Nichtigkeit vorliegt.¹⁹¹ Ohne genauere Begründung hat die Übernahmekommission im Fall der VT5 Acquisition Com-

¹⁸⁹ Siehe zum Gesagten Verfügung der Übernahmekommission 782/01 vom 19. März 2021 i.S. VT5 Acquisition Company AG, E. 2.6.1 (Rz 66).

¹⁹⁰ Art. 2 Abs. 2 Ziff. 2 der Statuten der VT5 Acquisition Company AG.

¹⁹¹ Verfügung der Übernahmekommission 594/01 vom 5. März 2015 i.S. Sika AG, E. 1.2.2 (Rz. 10). – Es ist fraglich, wie sinnvoll es ist, für den Prüfungsmassstab der Übernahmekommission zwischen einem vor der Kotierung und einem nachträglich eingeführten Opting out zu unterscheiden. Sinnvoller wäre eine Unterscheidung zwischen anfechtbaren und nichtigen Statutenbestimmungen (unabhängig vom Zeitpunkt der Einführung des Opting out). In diesem Zusammenhang bedeutsam ist dann auch, ob es sich um ein allgemeines oder selektives Opting out handelt.

pany AG erwogen, dass das selektive Opting out¹⁹² nicht nichtig und darum „übernahmerechtlich gültig und wirksam“ sei.¹⁹³ Es scheint, dass das eine verallgemeinerungsfähige Aussage ist.

3. Weitere regulatorische Aspekte

Das bei der Gründung und dem Börsengang der SPAC zu den weiteren regulatorischen Aspekten Gesagte ist theoretisch auch im vorliegenden Zusammenhang bedeutsam. Andere als die dort behandelten spezifisch SPAC-bezogenen regulatorischen Fragen stellen sich bei der De-SPAC-Transaktion nicht. Es kann darum auf die dortigen Ausführungen verwiesen werden.¹⁹⁴

V. Schluss

Gegenüber einem gewöhnlichen Börsengang bieten SPACs viele Vorteile. Diese Vorteile haben 2020 und 2021 zu einem regelrechten Boom von SPAC-Kotierungen an den Börsen in den USA und im EU-Ausland geführt. Dieser Trend ist mittlerweile auch in der Schweiz erkannt worden. Die SIX hat einen neuen Kotierungsstandard für SPACs erlassen, der am 6. Dezember 2021 in Kraft getreten ist.

Die neuen Bestimmungen der SIX sind das Ergebnis einer eher vorsichtigen Annäherung an das Thema SPACs. Der Anlegerschutz steht klar im Vordergrund und die SIX schränkt dafür die Gestaltungsmöglichkeiten der Gründer und Sponsoren ein. Besonders bedauernswert in diesem Zusammenhang ist die Beschränkung des neuen Kotierungsstandards auf schweizerische Aktiengesellschaften. Damit schafft die SIX ein unnötig restriktives Regelungskorsett für die Kotierung von SPACs.

Man darf sich darum keine Illusionen machen: Seit Inkrafttreten der neuen Bestimmungen der SIX am 6. Dezember 2021 können sich schweizerische SPACs nun zwar auch in der Schweiz kotieren lassen. Und sie können sich dabei auf

¹⁹² Das Opting out der VT5 Acquisition Company AG ist in doppelter Hinsicht selektiv: Zum einen bezieht es sich bloss auf die SPAC und zum anderen betrifft es nur das Rückkaufprogramm. Art. 3.5 der Statuten der VT5 Acquisition Company AG lautet wie folgt: „Überschreitet die Gesellschaft bei Einräumung des Rückverkaufsrechts die Schwellenwerte von Artikel 135 oder 163 des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturgesetz) ist sie nicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Angebots verpflichtet.“

¹⁹³ Verfügung der Übernahmekommission 782/01 vom 19. März 2021 i.S. VT5 Acquisition Company AG, E. 3.2 (Rz 86).

¹⁹⁴ Siehe vorne [III.3.](#)

ein klares Regelwerk verlassen, was eine wenigstens im Grundsatz zu begrüssende Rechtssicherheit und Vorhersehbarkeit der Rechtsanwendung schafft. Der neue Kotierungsstandard stellt aber im Vergleich mit der Rechtslage in anderen Staaten recht unflexible Anforderungen an die Kotierung von SPACs. Es wird sich darum weisen müssen, welcher Beliebtheit sich der neue Kotierungsstandard der SIX erfreuen wird.

Literaturverzeichnis

- Baum Olivier, Kapitalband und bedingtes Kapital im Entwurf zur Aktienrechtsrevision, GesKR 2017, 47 ff.
- Bieri Adrian, Statutarische Beschränkungen des Stimmrechts bei Gesellschaften mit börsenkotierten Aktien, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2011 (= SSHW, Bd. 303)
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, mit Fusionsgesetz, Börsengesellschaftsrecht, Konzernrecht, Corporate Governance, Recht der Revisionsstelle und der Abschlussprüfung in neuer Fassung – unter Berücksichtigung der angelaufenen Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2009
- Bösch René et al. (Hrsg.), Basler Kommentar zum Kollektivanlagengesetz, 2. A., Basel 2016 (zit. BSK KAG-Bearbeiter, Art. XX, N YY)
- Courvoisier Matthias, SPACs aus Schweizer Sicht, SZW 2021, 348 ff. (zit. Courvoisier, SPACs)
- Courvoisier Matthias, SPACs – A Status Report, CapLaw 4/2021, 6 ff. (zit. Courvoisier, Report)
- Courvoisier Matthias/Reutter Thomas, Investorenschutz bei SPACs in der Schweiz, GesKR 2021, 249 ff.
- Forstmoser Peter, Eingriffe der Generalversammlung in den Kompetenzbereich des Verwaltungsrates – Möglichkeiten und Grenzen, SZW 1994, 169 ff.
- Forstmoser Peter/Küchler Marcel, Schweizerisches Aktienrecht 2020, Mit neuem Recht der GmbH und der Genossenschaft und den weiteren Gesetzesänderungen, Bern 2022
- Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996
- Gerhard Frank, Private Investments in Public Equity (PIPEs) in der Schweiz, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich/Basel/Genf 2010, 195 ff. (zit. Gerhard, PIPEs)
- Gerhard Frank, Merger of Unequals – Transaktionsstruktur, Transaktionswährung und Transaktionssicherheit, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXII, Zürich/Basel/Genf 2021, 53 ff. (zit. Gerhard, Merger)
- Gericke Dieter, Das Kapitalband (E Art. 653s-653x OR), GesKR 2008 (Sondernummer), 38 ff.
- Gericke Dieter/Jentsch Valentin, Vinkulierung an der Bruchstelle zwischen kotierter Gesellschaft und nicht kotierten Aktionären, SZW 2017, 618 ff.
- Gericke Dieter/Madani Daniel, La marge de fluctuation du capital, SZW 2021, 739 ff.

- Germann Sandro, Die personalistische AG und GmbH, Unter besonderer Berücksichtigung von Aktionär- und Gesellschafterbindungsverträgen, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2015 (= SSHW, Bd. 327)
- Handschin Lukas (Hrsg.), Zürcher Kommentar zum Obligationenrecht, Die Aktiengesellschaft, Allgemeine Bestimmungen, Art. 620–659b OR, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. ZK OR-Bearbeiter, Art. XX, N YY)
- Handschin Lukas (Hrsg.), Zürcher Kommentar zum Obligationenrecht, Die Aktiengesellschaft, Generalversammlung und Verwaltungsrat, Mängel in der Organisation (Art. 698–726 und 731b OR), 3. A., Zürich/Basel/Genf 2018 (zit. ZK OR-Bearbeiter, Art. XX, N YY)
- Heinzmann Michel, Die Herabsetzung des Aktienkapitals, Diss. Freiburg i.Ue., Zürich/Basel/Genf 2004 (= AISUF, Bd. 228)
- Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht, Art. 530–964 inkl. Schlussbestimmungen, Bd. II, 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR-Bearbeiter, Art. XX, N YY)
- Humbel Claude/van Gammeren Thomas, SPACs: The Swiss Capital Markets Law Perspective, CapLaw 2/2021, 9 ff.
- Just Clemens, Special Purpose Acquisition Companies (SPACs) – Börsengang durch die Hintertür?, ZIP 2009, 1698 ff.
- Kägi Urs, Kapitalerhaltung als Ausschüttungsschranke: Grundlagen, Regelung und Zukunft im Aktienrecht, Diss. Freiburg i.Ue., Zürich/St. Gallen 2012 (= SSHW, Bd. 309)
- Klausner Michael/Ohlrogge Michael, SPAC Governance: In Need of Judicial Review (abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=%203967693&campaign_id=4&emc=edit_dk_20211124&istance_id=46165&nl=deal%20book®i_id=67095561&segment_id=75217&te=1&user_id=ed1caee757172c1%20e21c6469f72280d20)
- Kläy Hanspeter, Die Vinkulierung, Theorie und Praxis im neuen Aktienrecht, Diss. 1996, Basel 1997
- Kramer Ernst A., Berner Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Bd. VI, 1. Abteilung, 2. Teilband, Unterteilband 1a, Inhalt des Vertrages, Art. 19–22 OR, Bern 1991
- Kren Kostkiewicz Jolanta et al. (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Obligationenrecht (OR), 3. Aufl., Zürich 2016 (zit. OFK OR-Bearbeiter, Art. XX, N YY)
- Malacrida Ralph/Reutter Thomas, PIPEs in the Age of SPACs, CapLaw 5/2021, 2 ff.
- Meier-Hayoz Arthur/Forstmoser Peter/Sethe Rolf, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, Mit neuem Firmen- und künftigen Handelsregisterrecht und unter Einbezug der Aktienrechtsreform, 12. A., Bern 2018
- Müller Lukas/Ong Malik/Odermatt Patrik, Mantelhandel aus zivil-, straf- und beurkundungsrechtlicher Perspektive, REPRAX 2021, 207 ff.
- Prader Duri F., Die Vorrats- oder Mantelgesellschaft im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Freiburg i.Ue., Zürich 1995

- Reutter Thomas/Hammer Annina, Lediglich „Punktueller Anpassungen und Präzisierungen der Bestimmungen zum bedingten Kapital“? Bedingt zutreffend!, SZW 2021, 302 ff.
- Sanwald Reto, Austritt und Ausschluss aus AG und GmbH, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2009 (= SSHW, Bd. 280)
- Schweighofer Florian, Aktienkapital in ausländischer Währung, in: Müller Matthias P.A./Forrer Lucas/Zuur Floris (Hrsg.), Das Aktienrecht im Wandel, Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt, Zürich/St. Gallen 2020, 329 ff.
- Siegwart Alfred, Zürcher Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Bd. V/5a, Die Aktiengesellschaft, Allgemeine Bestimmungen (Art. 620–659), Zürich 1945
- Tercier Pierre/Amstutz Marc/Trigo Trindade Rita (Hrsg.), Commentaire Romand du Code des Obligations, Art. 530–1186 CO, Art. 120–141 LMIF, ORAb, Avec des introductions à la LFus et la LTI, Bd. II, 2. A., Basel 2017 (zit. CR CO-Bearbeiter, Art. XX N YY)
- Thiergart Kirsten/Olbertz Klaus, Börsengang leicht gemacht? – Übernahme und Verschmelzung eines Zielunternehmens auf die SPAC in der Rechtsform der SE, BB 2010, 1547 ff.
- Vischer Markus, Mantel- und Vorratgesellschaften und insbesondere auch der Mantel- und Vorratgesellschaftshandel aus zivilrechtlicher Sicht, AJP 2013, 563 ff.
- Von der Crone Hans Caspar/Dazio Giovanni, Das Kapitalband im neuen Aktienrecht, Flexibilisierung der Kapitalveränderung durch Art. 653s–653v revOR, SZW 2020, 505 ff.
- Von Greyerz Christoph, Schweizerisches Privatrecht, Handelsrecht, Die Aktiengesellschaft, Bd. VIII/2, Basel 1982, 1 ff.
- Von Salis Ulysses, Die Gestaltung des Stimm- und des Vertretungsrechts im schweizerischen Aktienrecht, Diss. Zürich 1996 (= SSHW, Bd. 174)
- Watter Rolf et al. (Hrsg.), Basler Kommentar zum Bankengesetz, 2. A., Basel 2013 (zit. BSK BankG-Bearbeiter, Art. XX, N YY)

Verhandlungen in M&A-Transaktionen – Tipps und Tricks*

Alex Nikitine

Inhalt

I.	Bestandsaufnahme und Problemstellung	126
II.	Verhandlungsführung in Swiss M&A – Kernelemente und Status quo	128
1.	Spezifika von M&A-Transaktionen im Kulturraum Schweiz	128
2.	Effizienz und Verhandlungsführung	131
3.	Mögliche Ineffizienzen	132
III.	Stil und Taktik – Überblick	134
1.	Verhandlungsstil und Verhandlungstypologie	135
2.	Verhandlungstypus der involvierten Verhandlungspartner	137
a)	Verhandlungstypen	137
b)	Interaktion von hart bis kooperativ	138
3.	Klassische Taktiken	139
a)	Bezogen auf den Inhalt	139
b)	Bezogen auf die Person	140
c)	Bezogen auf den Prozess	141
IV.	Empfehlungen & Tipps	142
1.	Klarstellung und Abgrenzung von Rollen und Interessen	142
2.	Position des Klienten „managen“ – Interaktion von Positionen und Instruktionen	143
3.	Term Sheet und Bindungswirkung	144
4.	Kalibrieren des ersten Vertragsentwurfs	148
a)	Allgemeines – Dos & Don'ts	148
b)	Prozedere nach dem ersten Vertragsentwurf – Issue Liste vs. Mark-up	148
c)	Praxisrelevante Fragen rund um die Bindungswirkung	148
d)	Ausloten der „materiellen Beweglichkeit“ in Bezug auf ausgewählte Vertragsinhalte	152
e)	Ausverhandeln von Zusicherungen trotz bestehender Versicherung von Garantien (W&I) mit Blick auf die aktuelle Rechtsprechung des Bundesgerichts	153
5.	Umgang mit Verhandlungstaktiken, bezogen auf Inhalt, Person und Prozess	156

* Hinweis: Für Zwecke der Vereinfachung der Lesbarkeit wurde im Fliesstext für einzelne Personenkategorien nur oder überwiegend die männliche Form verwendet. Mitumfasst sind jedoch ohne Unterschied alle Geschlechter.

I. Bestandsaufnahme und Problemstellung

Mergers & Acquisitions (M&A) gehören neben Joint Ventures seit vielen Jahren zu jenen strategischen Massnahmen, die Unternehmen nutzen, um zu wachsen, neue Märkte zu erschliessen, neue Technologien und Know-how zu erwerben und damit insgesamt ihre Wettbewerbsfähigkeit zu stärken.¹ Das Jahr 2020 war unbestritten auch für den M&A-Markt Schweiz mit deutlichen Umwälzungen und Herausforderungen verbunden. Während aber die vorherrschende Covid-19-Pandemie das Umfeld für Deals komplexer werden liess, wurden Transaktionen dennoch eher verschoben als abgebrochen. Tatsächlich verzeichnete man in der Schweiz im Gesamtjahr 2020 nur 10% weniger Transaktionen als im Vorjahr (2019: 402 Transaktionen/2020: 363 Transaktionen).²

Sank noch bis Mitte 2020 aufgrund des Ausbleibens von „Mega-Deals“ der Transaktionswert markant, nahmen in der zweiten Hälfte des Jahres 2020 die M&A-Aktivitäten erneut Fahrt auf und waren bis dato anhaltend im Steigen begriffen – insbesondere in Bezug auf Unternehmen der Pharmaindustrie und im Life-Science-Sektor. Generell zeichneten sich als aktivste Branchen die Sektoren Technologie, Medien & Telekommunikation (80 Transaktionen), Industriemärkte (63 Transaktionen) und Verbrauchermärkte (46 Transaktionen) aus. In die Reihe der Top-5-Deals des Jahres 2020 fügten sich Unternehmen der Versicherungs-, Software-, Petrochemie-, IP- und Analytik-Dienstleistungsbranche sowie Telekommunikationsanbieter ein.³

In Bezug auf Schweizer KMU wurde im ersten Halbjahr 2021 ein starker Anstieg bei M&A-Transaktionen erhoben, insbesondere eine signifikante Zunahme an Outbound-Transaktionen.⁴ Begleitet war dieser Trend von einer starken Erholung grenzüberschreitender Transaktionen, hauptsächlich mit europäischen Partnern. Obwohl eine Trennlinie zwischen den infolge der Pandemie in Mitleidenschaft gezogenen Sektoren und jenen zu ziehen ist, die von dieser weitestgehend verschont geblieben sind (Technologie- und Gesund-

¹ Sackmann, 177; Handbuch-Müller-Stewens, 44; Uhlenbruck et al., 40 ff.

² Vgl. KPMG, Facts & Figures, 3 f.; KPMG, M&A Jahr 2020; Neeracher/Seiler/Annasohn, 76.

³ Siehe Fn. 2, insbesondere Neeracher/Seiler/Annasohn, 76.

⁴ Deloitte Studie 2021, 2 f.

heitssektor), bleibt der Ausblick für M&A-Transaktionen in der Schweiz positiv, sodass hierzulande weiterhin mit einer regen M&A-Tätigkeit zu rechnen ist.⁵

Diese durchweg positive Prognose speziell für die Schweiz darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass gesamtheitlich betrachtet die durchschnittliche Misserfolgsquote bei M&A relativ hoch ist.⁶ Dies äussert sich in einem Verfehlen von Zielen, die ursprünglich mit der Transaktion angestrebt wurden, oder sogar in einem Abbruch von Pre-M&A-Verhandlungen.⁷ Die Gründe hierfür sind vielschichtig und beinhalten eine Bandbreite an möglichen Faktoren. Ohne an dieser Stelle im Detail auf die spezifischen, im sozio-kulturellen Bereich anzusiedelnden Unterschiede eingehen zu können, zeigt die Erfahrung, dass die Uneinigkeit der Parteien (allein) über rein rechtliche Punkte innerhalb der Dokumentation selten zu einem Verhandlungsabbruch führt (regulatorische Verbote oder starke Restriktionen vorbehalten). Insbesondere obliegt es den verhandlungsführenden Anwälten und Consultants, Konflikte unter den Parteien substantiell zu entschärfen.

Das letzte Jahrzehnt hat bei M&A-Transaktionen zu einer Standardisierung im Prozess und zu einer auffallenden Angleichung der Dokumentation geführt (Best Practices).⁸ Dieser Umstand hat auch dazu geführt, dass der Spielraum bei Verhandlungen entsprechend etwas enger geworden ist. Letzteres kann jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass die gewünschte Integrität bei Verhandlungen nicht immer gewahrt ist und taktische Überlegungen bzw. „Tricks“ (zunehmend bei Cross-border-M&A-Transaktionen) zum Einsatz gelangen. Ebenfalls festzustellen ist, dass Verhandlungen oftmals immer noch ineffizient sind (Auktionen vorbehalten).

Die Schnittstelle zwischen Inhalt, Prozess und rechtlichem Rahmen der Verhandlungsführung soll im Folgenden praxisnah aufgezeigt werden. Den Schwerpunkt bilden hierbei Stil und Verhandlungstaktik. Nicht alle Beobachtungen, die hiernach wiedergegeben werden, sind empirisch erhärtet. Die Ausführungen stützen sich vielfach auf die Praxiserfahrung des Autors, der für die Erstellung dieses Beitrags zudem auf den Erfahrungsschatz zahlreicher anderer M&A-Anwälte und -Anwältinnen in der Schweiz und im Ausland zurückgreifen durfte.

⁵ Deloitte Studie 2021, 4.

⁶ Handbuch-Müller-Stewens/Kunisch/Binder, 7 und 17.

⁷ Handbuch-Müller-Stewens/Kunisch/Binder, 7 und 17.

⁸ Handbuch-Müller-Stewens/Kunisch/Binder, 7 und 17.

II. Verhandlungsführung in Swiss M&A – Kernelemente und Status quo

Entscheidende Einflussfaktoren für das Gelingen von M&A-Transaktionen sind, auf einen Nenner gebracht, Unterschiede im „Motiv“ der Transaktion (freundliche oder feindliche Übernahme), Ruf, Kompetenzen und womöglich dominante Stellung des akquirierenden Unternehmens, Branchenunterschiede der involvierten Unternehmen, Eingehen auf Belange der zu übernehmenden Beschäftigten und ähnliche Kriterien.⁹

Nicht zu unterschätzen sind ferner bei grenzüberschreitenden Transaktionen national-kulturelle Unterschiede, die eine „kulturelle Due Diligence“ als unerlässlich erscheinen lassen.¹⁰ Trotz vieler Gemeinsamkeiten bei M&A-Transaktionen, die überwiegend in Europa und noch viel stärker im deutschsprachigen Raum erkennbar sind, gelten für die Schweiz besondere Spezifika, die auch bei M&A-Verhandlungen stets im Auge zu behalten sind. Auf einzelne Schwerpunkte wird im Folgenden näher eingegangen.

1. Spezifika von M&A-Transaktionen im Kulturraum Schweiz

Neben einer allgemeinen Internationalisierung der M&A-Praxis ist der angelsächsische Einfluss in der Verhandlungsführung und speziell im Einfließen der US-amerikanischen Vertragspraxis auch in der Schweiz unverkennbar.¹¹ Anzumerken sind in diesem Zusammenhang zunächst zwei durchaus positive Aspekte des US-amerikanischen Einflusses auf die M&A-Praxis (und dies generell in Europa). Zunächst haben die weitreichenden Bankenfusionen in den USA in den Jahren 2000 und 2008 auch hierzulande, insbesondere infolge der globalen Finanzkrise ab 2008, unweigerlich zu einem Umdenken geführt und ein geschärftes Risikobewusstsein speziell bei M&A-Transaktionen zu Tage gefördert.¹² Ferner ist festzuhalten, dass die Praxis der Due-Diligence-Prüfung (vor allem bei Unternehmenskäufen), die – abhängig von der Deal-Grösse und -Komplexität – international übernommen wurde, in erster Linie dem amerikanischen Rechtskreis zu verdanken ist.¹³ Dies gilt ungeachtet der Tatsache, dass es sich bei der Due Diligence ursprünglich um ein Rechtsinstitut handelt, das dem Römischen Recht entstammt und der römisch-rechtli-

⁹ Sackmann, 185.

¹⁰ Sackmann, 198.

¹¹ Handbuch-Tschäni/Wolf, 77.

¹² Vgl. zur Entwicklung in den USA näher Baker, 371 f.

¹³ Tschäni/Diem/Wolf, N 62 f.

chen „*Caveat-emptor*“-Doktrin entspringt.¹⁴ Dennoch hat sich die besondere, vorausgehende Prüfung von Unternehmen durch den Käufer erst in den vergangenen drei Jahrzehnten und im Zuge von Unternehmenskäufen unter angloamerikanischem Einfluss als übliche Praxis bei M&A-Transaktionen durchgesetzt. Der heutige Stellenwert der Due-Diligence-Prüfung wird deutlich, wenn man berücksichtigt, dass es sich bei der Due Diligence (auch im Auktionsverfahren) in der Regel um die oftmals aufwendigste Phase im Transaktionsprozess handelt.¹⁵

Die Übernahme der US-amerikanisch geprägten Prozesspraxis und Dokumentvorlagen ist mit dem Problem verbunden, dass für verschiedene Rechtsbegriffe aus einem anderen Rechtsraum (abgesehen von der englischen Sprache) keine exakte Entsprechung im schweizerischen Recht gefunden werden kann.¹⁶ Umgekehrt kann solch eine Übernahme fremder Rechtsbegriffe dazu führen, dass Voraussetzungen des schweizerischen Rechts unabsichtlich unberücksichtigt bleiben oder nicht bedacht werden, weil sie im angelsächsischen Recht als Grundlage für eine Klausel schlichtweg nicht vorgesehen sind (z.B. das Verschulden als Voraussetzung vertraglicher Haftung).¹⁷ Unbewusst ist damit womöglich eine Über- oder Unterregulierung verbunden, die sich bei Verhandlungen zu M&A-Transaktionen als Risiko darstellt und vor allem Auslegungsprobleme aufwerfen kann, insb. bei grenzüberschreitenden Transaktionen, bei denen Anwälte aus unterschiedlichen Ländern aufeinander treffen.

Als Besonderheiten des Kulturraums Schweiz wurden von aussen, d.h. vom europäischen Ausland aus in Richtung Schweiz blickend, mehrere Faktoren erkannt, die an dieser Stelle nur cursorisch benannt werden können. Allen voran zeichnen sich die Schweiz und die hier praktizierte Verhandlungskultur als äusserst beziehungsorientiert, informell und serviceorientiert aus, wobei man gerade im Vergleich zur bundesdeutschen Praxis viel bedachter agiert und mehr Kontextinformationen einfordert als andernorts.¹⁸ Vom Blickwinkel der Hierarchie aus gesehen zeichnet sich die Schweizer Verhandlungsführung bei M&A-Transaktionen zudem durch eine egalitäre Orientierung, eine klare Führung durch die verantwortlichen Personen und Teamorientierung aus.

¹⁴ Vgl. näher Harrison, 9.

¹⁵ Tschäni/Diem/Wolf, N 63.

¹⁶ Handbuch-Tschäni/Wolf, 577.

¹⁷ Handbuch-Tschäni/Wolf, 577.

¹⁸ Sackmann, 187.

Im Gegensatz zur deutschen Praxis fällt zudem die Ausrichtung auf Gegenwart und Zukunft, ein leichteres Überwinden veralteter Strukturen, ein ausgeprägtes Rechts- und Gerechtigkeitsempfinden und ein Festhalten an der üblichen Compliance sowie ein feinfühliges Korruptionsempfinden auf.¹⁹

In der Schweiz selbst wurden als Gründe für die anhaltend starke M&A-Aktivität sogar im Krisenjahr 2020 unter anderem die stabile politische Lage im Land wie auch das stabile regulatorische Umfeld mit nur wenigen Investitionsbeschränkungen, in Kombination mit attraktiven Investitionsmöglichkeiten, genannt.²⁰

Von besonderer Bedeutung ist in der Pre-M&A-Phase, dass dem Transaktionsobjekt von den (ausländischen) Verhandlungspartnern eine entsprechend hohe Wertschätzung entgegengebracht werden muss. Diese wird in der Schweiz erwartet, da das Transaktionsobjekt – vor allem bei eigentümergeführten Unternehmen – eben nicht nur als Teil einer *Transaktion*, sondern in Summe als Teil einer *Geschäftsbeziehung* aufgefasst wird.²¹ Werden diese Grundeinstellungen und kulturellen Spezifika in der Kommunikation, im Gehabe und in der Verhandlungsführung missachtet, liegt ein Abbruch von Gesprächen bereits in der Pre-M&A-Phase nahe.²²

Ungeachtet dieses Risikos dürfen die grundsätzlichen Unterschiede zwischen den einzelnen Transaktionstypen, allen voran zwischen Venture-Capital- und M&A-Transaktionen, nicht vergessen werden: Bei der M&A-Transaktion trennt sich der Verkäufer in der Regel (oftmals in vollem Umfang) von seiner Beteiligung, der Käufer hat aber grundsätzlich nur den Zeitraum im Vorfeld der eigentlichen Kauftransaktion zur Verfügung, um sich von der Tauglichkeit des Kaufobjektes und dem Zutreffen einmal ausgesprochener Zusicherungen zu überzeugen.²³ Die Gewährleistungsfrist verlängert zwar diesen Prozess, aber dennoch lässt sich festhalten, dass sich der Verkäufer nach vollzogener M&A-Transaktion im Regelfall nicht mehr „um die Geschicke des verkauften Unternehmens kümmern wird.“²⁴ Ganz anders verhält es sich beim Venture-Capital-Investor, der mit den bestehenden Investoren oder Aktionären gemeinsam die Geschicke des Unternehmens leitet, was sich verstärkt auf Sicherheit und Vertrauen auswirkt – insbesondere dann, wenn Bestandsin-

¹⁹ Sackmann, 187 f.

²⁰ Neeracher/Seiler/Annasohn, 76.

²¹ Sackmann, 188 und 191.

²² Sackmann, 188 und 191.

²³ Wenger/Honold, 146.

²⁴ Wenger/Honold, 146.

vestoren bei einer neuerlichen Finanzierungsrunde mitziehen.²⁵ Diese „Bindung“ hat unweigerlich einen Einfluss auf die Grundeinstellung bei der Verhandlungsführung.

2. Effizienz und Verhandlungsführung

Wie oben erwähnt entwickelte sich im Zuge der Internationalisierung der M&A-Praxis parallel eine gewisse Standardisierung des Dokumentations-Prozesses, was wiederum eine Effizienzsteigerung bei M&A-Transaktionen begünstigt. Als effizienzsteigernde „Bausteine“ haben sich beispielsweise die Erstellung eines Term Sheet, die (Wieder-)Verwendung „üblicher“ Klauseln in den Verträgen, eine gewisse inhaltliche Ausgewogenheit der Vertragsbedingungen sowie gut abgestimmte Zeitpläne erwiesen. Das Term Sheet hat sich als nützlich erwiesen, um einen fruchtlosen Zeitaufwand für die Erstellung der Verträge zu vermeiden.²⁶ Entsprechend erstreckt sich der *dokumentarische* Radius bei der Verhandlungsführung zu Beginn oftmals auf das komplette Set aller Verträge, sondern in dieser frühen Phase lediglich auf jene initialen Dokumente (insb. Term Sheet). Diese Vorgehensweise hat auch einen gewissen disziplinierenden Effekt auf mögliche Vorhaben einer Partei, zu viele Themen zu früh (oder auf einmal) besprechen und verhandeln zu wollen.

Liegt idealtypisch ein unterzeichnetes Term Sheet (allenfalls inkl. Zeitplan) vor, beginnt die eigentliche Errichtung der Verträge.²⁷ Für einen effizienten Vertragsschluss sind die Aktionen und Reaktionen in Abhängigkeit vom Einigungsgrad zu setzen.

Nach der Zustellung des Vertragsentwurfs orientiert sich das weitere Vorgehen an diesem Einigungsgrad. Zeichnet sich ab, dass die Gegenpartei zahlreiche materielle Änderungen vorschlagen müsste, also ein Dissens zu verschiedenen wichtigen Punkten vorliegt, empfiehlt es sich, zunächst die „Hot Topics“, die sich herauskristallisiert haben, zu behandeln und Gegenvorschläge zu unterbreiten. Dies kann in Gestalt einer „Issue Liste“ geschehen. Ein Austausch hierzu kann so lange erfolgen, bis ein Konsens über die wesentlichsten Themen erzielt wird. Zeigt sich demgegenüber, dass der Umfang der Änderungen verhältnismässig klein ausfällt, ist eine Antwort der Gegenpartei mittels eines Entwurfs angezeigt, der die Änderungsvorschläge markiert („Mark-up“).

Insbesondere bei länger andauernden Vertragsverhandlungen und komplizierten Verhältnissen kann auch das Eingehen einer Punktation (sog. „Heads of

²⁵ Wenger/Honold, 146.

²⁶ Hoberman, 3.

²⁷ Hoberman, 3.

Agreement“) sinnvoll sein. Auf dieser Weise werden im Vorvertragsstadium Punkte festgehalten, auf die sich die Parteien im Rahmen der Vertragsverhandlungen bereits „geeignet“ haben. Eine Verpflichtung zum Abschluss des (Haupt-)Vertrags besteht (weiterhin) nicht²⁸, worauf weiter hinten (Abschnitt IV.3.) zurückzukommen ist. Vom Blickwinkel des Wettbewerbsrechts aus gesehen, ist im Zuge des Abfassens vorvertraglicher Arbeitspapiere jeweils zu prüfen, ob damit allenfalls bereits die Pflicht zur Meldung eines Übernahme- oder Zusammenschlussvorhabens bei den Wettbewerbsbehörden angezeigt ist; je nach Jurisdiktion kann dies der Fall sein.²⁹

3. Mögliche Ineffizienzen

Ineffizienzen können sich bereits auf dem Weg zum Vertragsschluss ergeben, wenn etwa das Term Sheet nur einen Abriss der bisherigen Vertragsverhandlungen darstellt und Divergenzen nicht begründet werden – sei dies in Gestalt einer Begleit-E-Mail oder im Entwurfsdokument selbst. Ineffizienzen können auch bei der Herausgabe unvollständiger Verhandlungsunterlagen resultieren, insbesondere, wenn der erste Entwurf des Hauptdokuments unvollständig übermittelt wird. Klarzustellen ist ferner, wenn ein der Gegenpartei zugestellter Vertragsentwurf vom Klienten noch gar nicht begutachtet wurde. Unliebsame Verzögerungen sind auch dann zu befürchten, wenn bei Entwürfen eine viel zu einseitige Formulierung gewählt wird.

Stimmen aus der Praxis bewerten bei M&A-Deals in der Schweiz einerseits den Zeitfaktor, und andererseits den Vertrauensfaktor am ehesten als mögliche Deal Breaker (abgesehen von unüberwindbaren Preisvorstellungen).³⁰ Das Tempo einer Transaktion gilt hierbei als ausschlaggebend. Es überwiegt der allgemeine Eindruck, dass bei einer Transaktion jede Partei einen Nutzen in dem Deal sehen muss, nicht nur die Eigentümer. Der Abschlusswille der Parteien ist aus Praktikersicht bei der Mehrzahl der Transaktionen unbestritten vorhanden, und zu einem Abbruch der Verhandlungen bzw. zu einem Rücktritt kommt es in der Regel nur dann, wenn negative Nachrichten auftauchen, die so gravierend sind, dass sie die Grundlagen des Deals oder das Vertrauen zwischen den Parteien erschüttern können.³¹

²⁸ Tschäni/Diem/Wolf, N 56; teilweise wird auch dieses Dokument „Term Sheet“ genannt, die Terminologie ist nicht einheitlich.

²⁹ Tschäni/Diem/Wolf, N 56.

³⁰ Wicki, 10; so auch die Auffassung im Kontext US-amerikanischer M&A-Transaktionen, vgl. Shenass, 61.

³¹ Wicki, 10.

Bedacht ist bereits im Vorfeld darauf zu nehmen, dass das Entwerfen und Verhandeln der Klauseln unterschiedlich zeitraubend ausfallen können. Earn-out- und ähnliche Kaufpreisklauseln gelten beispielsweise als anfällig auf zeitaufwendige Verhandlungen.³² Bei Earn-out-Klauseln handelt es sich um Kaufpreisanpassungsklauseln, die in der Regel Kaufpreiszahlungen (und seltener Kaufpreistrückzahlungen) aufgrund von Ereignissen stipulieren, die erst nach dem Closing eintreten bzw. nicht eintreten. Die Kaufpreiszahlung wird also in Abhängigkeit von der zukünftigen wirtschaftlichen Performance des erworbenen Unternehmens vereinbart, sodass es gemeinhin auf in der Zukunft liegende (Finanz-)Kennzahlen des gekauften Unternehmens ankommt (Umsatz, Ertrag), die wiederum anhand des Jahresabschlusses des Zielobjektes definiert und beurteilt werden.³³ Diese definierten Ereignisse sind rechtstechnisch als „Bedingungen“ im Sinne von Art. 151 ff. OR einzustufen, sodass die Earn-out-Klausel als bedingtes Leistungsversprechen gilt, aufgrund dessen bei bestimmten Ereignissen Kaufpreiszahlungen (Kaufpreistrückzahlungen) vorzunehmen sind.³⁴ Der Spielraum für die Ausgestaltung der betreffenden Klausel ist gross, weshalb auch die Verhandlungen aufwendig sein können.

Der hohe Zeitaufwand bezieht sich sowohl auf die Gestaltung der vertraglichen Vereinbarung an sich, als auch auf die Beachtung steuerlicher Implikationen auf Seiten der Verkäufer. Bei grenzüberschreitenden Geschäften kommt die oben angesprochene Problematik der unterschiedlichen Vertragserrichtungsstile hinzu, deren Auslegung und Übereinstimmung desgleichen viel Zeit in Anspruch nehmen kann.³⁵

Der hohe Zeitaufwand kann mitunter auch daraus rühren, dass eine Änderung in der Rechtsprechung bezüglich der Auslegung wesentlicher Bestimmungen stattgefunden hat, was beispielsweise eine Modifikation bisher verwendeter Standardformulierungen als Textbausteine in Vertragswerken nach sich ziehen kann.³⁶ Gleichwohl ist aus den USA bekannt, dass die anwaltliche Praxis aus Gründen einer womöglich mangelnden Akzeptanz einer bestimmten, von der Rechtsprechung neu vorgegebenen Auslegung gesetzlicher Bestimmungen durch eine Änderung von Standardformulierungen meist erst zeitlich versetzt nachkommt. In diesem Kontext zeigt sich sodann eine weitere Ineffizienz: Die Praxis beklagt in diesem Zusammenhang aus Schweizer Sicht eine häufig auftretende „Überregulierung“ von Einzelfragen, wenn Verträge von

³² Wicki, 8.

³³ Galli/Kündig/Vischer, 424 f.

³⁴ Galli/Kündig/Vischer, 425.

³⁵ Wicki, 8 ff.

³⁶ Anderson/Manns, 659.

ausländischen Anwaltskanzleien oder spezialisierten Consultants entworfen werden, die jedoch für die Bedürfnisse nach Schweizer Recht und/oder die Bedürfnisse der Schweizer Klientel als überreguliert oder zu diffizil einzustufen sind.³⁷ Im Gegensatz zu anderen Rechtsordnungen sind hierzulande beispielsweise über Schiedsklauseln im Allgemeinen keine intensiven Verhandlungen notwendig, die bei internationalen Transaktionen üblich sind.³⁸ Solange der Schwerpunkt des Deals in der Schweiz bleibt, können zudem die ordentlichen Schweizer Gerichte als attraktive Alternative gewählt werden, zumal die Rechtsprechung grundsätzlich effizient operiert und der Zugang zum Gericht eröffnet ist.³⁹ Gerade in rein schweizerischen Transaktionen zeigt sich, dass die Parteien bzw. deren Rechtsberater für die Verhandlung dieser Frage (Schiedsgericht bzw. Gerichtsstand) normalerweise nicht viel Zeit aufwenden.

III. Stil und Taktik – Überblick

Bei Stil und Taktik ist die Eingangsfrage darauf fokussiert, herauszufinden, welcher Verhandlungstyp man selbst und welcher das Gegenüber ist. Von zentraler Bedeutung ist hier wiederum die Fähigkeit zu strategischem Handeln bei Verhandlungen. Ein strategisches Handeln ist jedoch im Sinne eines erwünschten erfolgreichen Abschlusses der Transaktion nicht unbedingt gewollt – sofern sich die involvierten Parteien in den Verhandlungen wechselseitig ungewissen Rechtsfolgen aussetzen.⁴⁰ Dies kann etwa in Gestalt eines Term Sheet oder eines anderen, ursprünglich unverbindlichen Eckdatenpapiers geschehen, welches wegen der grossteils ungewissen rechtlichen Qualität neben seinem Hauptanliegen zusätzlich die Funktion erfüllen kann, von vornherein den unterstellten Wert einer *Nichteinhaltung* des im Eckdatenpapier Vereinbarten zunichte zu machen.⁴¹

Gemeint ist damit im Sinne verhandlungstheoretischer Modelle, dass die Rechtsunsicherheit, die mit Term Sheets und anderen Arbeitspapieren verbunden ist, ein strategisches Handeln der Parteien *a priori* limitiert.⁴² Folglich richten Vertreter vor allem des US-amerikanischen Schrifttums an Verhandlungsführer bisweilen die Empfehlung, Verhandlungen mit einem Konzept zu beginnen, dessen Implementierung sie sich für den Fall erhoffen, dass die Par-

³⁷ Wicki, 8.

³⁸ Wicki, 8; Arroyo, 57.

³⁹ Wicki, 8.

⁴⁰ Holten, 1237 ff. und 1259.

⁴¹ Holten, 1237 ff. und 1259.

⁴² Holten, 1237 ff. und 1259; vgl. auch Anderson/Manns, 657 ff.

teien zu keinem Konsens gelangen. Die US-Lehre bezeichnet dieses Konzept treffend als die „Best Alternative to a Negotiated Agreement“ („BATNA“) einer Verhandlungspartei.⁴³ Sei aber, so das Argument der Lehre, die Rechtslage bei Term Sheets und anderen (informellen) Eckdatenpapieren mit Rechtsunsicherheit behaftet, dann könne auch eine verlässliche BATNA nicht bestimmt werden, sodass eine Partei in ihrem Handlungs- und Entscheidungsradius limitiert sei. Denn die Partei kann in diesem Fall richtigerweise nicht voraussehen, ob ein Abbruch der Verhandlungen für sie eher von Vorteil wäre als die Fortsetzung der Verhandlungen. Durch den Austausch bzw. das In-Aus-sicht-Stellen ungewisser Rechtsansprüche schaffen die Parteien bewusst den Zustand einer wechselseitigen Akzeptanz ungewisser Rechtsfolgen oder etwaiger Ansprüche. Allein durch diese Vorgangsweise passen die Verhandlungsparteien ihre Interessen bis zu den wechselseitig machbaren Grenzen an und kommunizieren glaubwürdige Zugeständnisse. Damit reduzieren sie aber zugleich ihre Möglichkeiten, strategisch zu handeln.⁴⁴

Es gilt daher, zunächst den geeigneten Verhandlungsansatz abzustecken. Dieser hängt massgeblich vom Verhandlungstypus des Einzelnen ab und reicht von „hart“ über „kooperativ“ und „kompromissbereit“ zu „ausgleichend“ (siehe unten, Abschnitt [III.2.](#)).⁴⁵

Zu bedenken ist allerdings, dass eine Unterteilung der Verhandlungstypologie wesentlich dem organisatorischen wie auch organisationalen Setting unterliegt, die den Verhandlungsstil und die Verhandlungstaktik nicht nur grob vorgeben, sondern auch kompliziert gestalten lassen.⁴⁶ Man denke an das „klassische“ Szenario bei Verhandlungen, in welchen eben nicht nur zwei Parteien und deren Vertreter/Verhandler/Berater zugegen sind, sondern institutionelle Faktoren und Faktoren innerhalb der Unternehmensstruktur (Konzerngefüge) bestehen, die eine Berücksichtigung der Organisationsstruktur, von institutionellen Vorgaben, Stakeholdern, Stimmrechten etc. erforderlich machen.⁴⁷

1. Verhandlungsstil und Verhandlungstypologie

Ausgangspunkt ist die Vorstellung, dass Verhandlungen (mit einem *rechtlichen* Kontext) – auch M&A-Verhandlungen – ein Beziehungssystem kreieren, das vereinfacht dargestellt einerseits auf der Achse *Anwalt/Berater* – *Klient*, und

⁴³ Holten, 1237 ff. und 1259; vgl. auch Anderson/Manns, 657 ff.; Burbridge, 12 f.

⁴⁴ Holten, 1259; Mnookin, 274 f.

⁴⁵ Mnookin, 127 ff. und 204 ff.; Shenan, 59 f.

⁴⁶ Mnookin, 295 ff.; Shenan, 60.

⁴⁷ Mnookin, 295; Handbuch-Tschäni/Wolf, 577; Hoberman, 2.

andererseits auf der Achse Anwalt/Berater der Verkäuferseite – Anwalt/Berater der Käuferseite interagiert, aber auch auf der Achse Anwalt/Berater Klient 1 – Anwalt/Berater Klient 2 (Gegenpartei).⁴⁸ Im Regelfall interagieren bei M&A-Verhandlungen nicht nur die Anwälte/Berater untereinander, sondern die Principals (Auftraggeber/Klienten) zusammen mit den M&A-Anwälten. In der Praxis hat sich gezeigt, dass eine Disharmonie insbesondere auf der Achse zwischen Anwalt/Berater Klient 1 und Anwalt/Berater Klient 2 den Prozess der juristischen Problemlösung stören kann; stimmt aber die „Harmonie“ und Dynamik auf dieser Achse, können die Berater eine Brücke zu und zwischen den Klienten bauen, die womöglich (aufgrund der fehlenden Expertise) nicht zielorientiert miteinander kommunizieren können. Nicht zu unterschätzen sind hierbei, Überzeugungen gegenseitige Erwartungen und Perspektiven, die gleichsam von jedem Involvierten als Gepäck bereits an den Verhandlungstisch mitgebracht werden.⁴⁹

Beim Auffinden und Festlegen von Stil und Taktik geht es vor allem darum, herauszufinden, welcher *Verhandlungstyp* der Verhandler selbst und welcher sein Gegenüber ist, und welche Verhandlungstechnik im Einzelfall zum Einsatz gelangen soll. Der *Verhandlungsstil* wiederum definiert die Art und Weise der Interaktion zwischen den Verhandlungspartnern. Bei den klassischen Taktiken wird nach *inhaltlichen*, *personellen* und *prozessualen* Taktiken unterschieden. Sinn und Zweck der Festlegung und Einstimmung auf Verhandlungsstil, Taktiken und Verhandlungstypen ist im Ergebnis das Herausfiltern verhaltenstaktischer Empfehlungen, die sich primär auf drei Kernelemente zusammenfassen lassen: Das „*Bonding*“, d.h. die Beziehungsebene zwischen den direkt miteinander Verhandelnden; die „*Mission*“, d.h. die unterschiedlichen Missionen (Zielvorgaben), die am Verhandlungstisch unterbreitet werden, und schliesslich die „*Influence*“, d.h. das Überzeugungspotential und die Überzeugungskraft dahingehend, wie man die eigene Mission am besten vorantreiben, den eigenen Einfluss weitestmöglich ausüben und *vice versa* den Einfluss der anderen Partei erkennen und/oder erfolgreich abwehren kann.⁵⁰

Die genannte Theorie der drei Kernelemente basiert auf einer Methodik, die ursprünglich in den USA vom FBI entwickelt wurde und woraus eine Best Practice für die allgemeine Verhandlungsführung im Unternehmenskontext entstand. Diese hielt pointiert als „FBI-Methode“ Einzug in die Lehrbücher

⁴⁸ Mnookin, 127 ff. und 295.

⁴⁹ Mnookin, 133 ff.; Handbuch-Rock, 597; Anderson/Manns, 660.

⁵⁰ Handbuch-Rock, 597.

über Verhandlungsführung.⁵¹ Stark verkürzt geht es beim *Bonding* um die Leitidee, dass der Verhandler seinem Gegenüber nur mit zwei Alternativen begegnen kann: Einer Gesichtswahrung, oder einem Gesichtsverlust.⁵²

Die Praxis geht davon aus, dass nur dann, wenn der Verhandlungsführer sicherstellt, dass sein Gegenüber sein Gesicht wahren kann, die Verhandlungen realistisch zu einem positiven Ergebnis führen können, da nur so eine Beeinflussung möglich ist. Demgegenüber geht es erst bei der *Mission* um die Behandlung von Sachthemen, also um Themen des M&A-Vertrages, die in konkreten Positionen und Forderungen zu formulieren sind. An dritter Stelle steht die *Influence*, bei welcher es darum geht, dort Überzeugungsarbeit zu leisten, wo die andere Verhandlungspartei Bestandteilen der Mission nicht zustimmt und daher ein Widerstand abgewendet werden soll. Indem der Verhandlungsführer Einfluss auf die Einstellungen und Überzeugungen oder Wahrnehmungen der anderen Seite nimmt, werden das intuitive und analytische System aktiviert. Letztere bewirken im Zusammenspiel mit den einzelnen Verhandlungstechniken eine Beeinflussung, die sich auf die Verhandlungsführung positiv auswirken kann.⁵³

2. Verhandlungstypus der involvierten Verhandlungspartner

a) Verhandlungstypen

Wie erwähnt werden für gewöhnlich vier Verhandlungstypen unterschieden: „hart“, „kooperativ“, „kompromissbereit“ und „ausgleichend“.⁵⁴ Gemeinhin wird angenommen, dass ein erfolgreicher Abschluss von Verhandlungen umso wahrscheinlicher ist, je kooperativer und kollaborativer eine Beziehung vonstattengeht.⁵⁵ Gleichwohl besteht bei diesem Ansatz die Gefahr, dass bei einer Abwendung von einer „konfrontativ gesinnten“ hin zu einer kooperativen, ausgleichenden und lösungsorientierten Grundhaltung der Anwalt/Berater einer Verhandlungsseite oder eine Verhandlungspartei selbst das inakzeptable Risiko der „Ausbeutung“ auf sich nimmt.⁵⁶

⁵¹ Handbuch-Rock, 596.

⁵² Handbuch-Rock, 597.

⁵³ Zum Ganzen Handbuch-Rock, 599 f.

⁵⁴ Vgl. insb. Mnookin, 127 ff. und 204 ff.

⁵⁵ Hoberman, 2; Shenan, 61.

⁵⁶ Mnookin, 224 f.

b) *Interaktion von hart bis kooperativ*

Der Verhandlungstypus „hart“ behält den Fokus stets auf der Erreichung eines Optimums, indem er im Kern den Win-Lose-Ansatz anwendet. Der Drang zur Kontrolle bedingt, dass dieser Typus taktiert und nicht konfliktscheu ist. Dieser Ansatz wird konsequent oder zumindest für eine längere Zeit beibehalten – mag dies auch auf Kosten der Beziehung gehen.

Der „kooperative“ Verhandlungstypus zeigt sich im Gegensatz dazu als „Problem-Solver“, der Fakten sammelt und den Fokus auf die Erarbeitung konstruktiver Lösungen legt. Was den kooperativen Typus auszeichnet, ist seine Fähigkeit, sich nicht drängen zu lassen und seine Vorstellungen bei Bedarf auch „auszusitzen“ und einem gewissen Druck standzuhalten.

Der „kompromissbereite“ Verhandlungstypus sucht einen fairen Kompromiss und findet eine Lösung meist „in der Mitte“. Tendenziell ist dieser Typus ungeduldig und zeigt allgemein die Tendenz zu schnellen Lösungen.

Der „ausgleichende“ Verhandlungstypus ist demgegenüber äusserst empathisch und auf eine gute Beziehung bedacht. Er zeigt die Tendenz, eine Zustimmung zu suchen und daher das Problem der Gegenpartei zu lösen – womöglich auf Kosten der eigenen Interessen. Berücksichtigt man diese Eigenschaften, ist dieser Verhandlungstypus sogar konfliktscheu und gibt bereits unter leichtem Druck (vor-)schnell nach.

Interessant ist sodann die Interaktion zwischen den Verhandlungstypen.⁵⁷ Verläuft die Interaktion zwischen den Verhandlern „hart auf hart“, gestaltet sich nicht nur die Verhandlung in aller Regel anspruchsvoll und mitunter mühsam, sondern auch die Kompromissbereitschaft sinkt. Folge davon ist, dass die Verhandlungen häufig scheitern, sofern kein Austausch der involvierten Personen erfolgt oder keine Änderung des Verhandlungsstils eintritt. Treffen harter und kooperativer Verhandlungsstil aufeinander, gestaltet sich die Verhandlungsführung zwar für beide Parteien anspruchsvoll, jedoch ist bei einer harten Verhandlungsführung der Frust am Ende der Verhandlungen oftmals höher. Mit einem kooperativen Stil kann hingegen mehr „herausgeholt“ werden.

Wenn ein harter und ein kompromissbereiter oder ausgleichender Verhandlungsstil aufeinanderprallen, unterliegt der kompromissbereite bzw. ausgleichende Stil meist, da nachgiebige Verhandler womöglich bei Zugeständnissen

⁵⁷ Zum Ganzen u.a. Hoberman, 2 f.; zur strategischen Verhandlungsführung im Rahmen der M&A-Module „Ansprache und Auswahl“ sowie „Zusammenarbeit der Transaktionspartner“ vgl. näher Borowicz/Schuster, 80 ff. und 144 ff.; Shenan, 61; Mnookin, 24 ff.

ausgenutzt werden. Aber auch der Versuch, sich einem harten Stil anzunähern, scheitert in den meisten Fällen. Anders stellt sich die Lage dar, wenn ein kooperativer Verhandler auf einen kompromissbereiten oder ausgleichenden Verhandler trifft. Die Verhandlungen stellen sich hier generell als angenehm dar, da ein kompromissbereiter und ausgleichender Stil verfolgt wird, wobei im Regelfall sogar eine Annäherung der Stile vonstattengeht.

Anzumerken ist schliesslich, dass der eigene Stil ohne richtige Schulung nur schwer längerfristig veränderbar ist. Das Bemühen (oder der Druck), im Rahmen einer konkreten Verhandlung den eigenen Stil zu verändern, wirkt in der Regel lediglich kurzfristig und entfaltet damit nur selten die gewünschte Wirkung innerhalb jener Verhandlung.⁵⁸

3. Klassische Taktiken

a) *Bezogen auf den Inhalt*

Unter den klassischen Taktiken werden in der Regel wie schon erwähnt *inhaltliche*, *personelle* und *prozessuale* Mechanismen unterschieden.⁵⁹ Erscheinungsformen der inhaltlichen Ausrichtung sind 1.) die Highball-Lowball-Taktik als älteste Hardball-Taktik, 2.) der Mechanismus der übertriebenen Relevanz und schliesslich 3.) der bewusste Informationsüberschuss.

Bei der Highball-Lowball-Taktik wird ein übertrieben einseitiges Angebot unterbreitet, d.h., eine Verhandlungsseite startet mit einem inakzeptabel hohen oder niedrigen Angebot, gefolgt von nur kleinen, zögerlichen Konzessionen, um den Widerstand der Gegenpartei zu brechen oder diese zu veranlassen, ihre ursprünglichen Ziele fallen zu lassen. Es liegt am Gegenüber, dieses erste Angebot als nicht ernstzunehmendes Angebot zu entlarven und ein seriöses Erstangebot einzufordern, anstatt als Reaktion unmittelbar ein Gegenangebot zu unterbreiten.

Demgegenüber wird beim Mechanismus der übertriebenen Relevanz ein Thema als vermeintlich sehr wichtig eingestuft, um danach Konzessionen unter der Bedingung einzuräumen, dass ein anderer wichtiger Punkt zugestanden wird. Beim Mechanismus des Informationsüberschusses (Informationsasymmetrie zugunsten einer Verhandlungspartei) geht es schliesslich darum,

⁵⁸ Hoberman, 2 f.; Shenass, 61; Mnookin, 24 f., 90, 177, 211 ff.

⁵⁹ Zum Ganzen Mnookin, 24 f., 76, 228 f.; Moeller/Brady, 306 f.

beispielsweise umfangreiche Due-Diligence-Unterlagen (erst spät) zugänglich zu machen oder in Vertragsentwürfe unnötig lange, technische oder komplexe Klauseln oder Verweise auf (ausländische) Rechtsnormen einzubauen.⁶⁰

b) *Bezogen auf die Person*

Bezogen auf die Person werden gemeinhin drei essentielle Taktiken differenziert, die sich in erster Linie auf die personellen Eigenheiten eines Verhandlungsteams konzentrieren.⁶¹ Unterschieden wird zwischen 1.) der „Good Cop/Bad Cop“-Taktik, 2.) der Taktik der zusätzlichen Legitimation und 3.) der Einschüchterungstaktik.

Bei der sogenannten „Good Cop/Bad Cop“-Taktik tritt üblicherweise ein Zweierteam als Verhandler auf. Ein Verhandlungspartner des Teams (Good Cop) tritt bewusst angenehm auf, während der andere (Bad Cop) unangenehm wirkt. Ziel dieser Strategie ist es, die Verhandlungsposition und Verhandlungsstärke des angenehm wirkenden Verhandlungspartners zu optimieren.⁶²

Es bedarf keiner näheren Erörterung, dass im Rahmen der „Rolle“ des Bad Cop (oder auch des Good Cop) jedes Verhalten des Anwaltes, das gegen sein Berufsethos und/oder die Geschäftsethik verstößt, verpönt ist und die Reputation des Anwaltes negativ beeinflussen kann.⁶³ Von essentieller Bedeutung wird daher sein, dem Klienten im Vorhinein die Grenzen des ethisch machbaren Verhaltens aufzuzeigen und klarzustellen, dass der Anwalt keinesfalls eine als unethisch zu wertende Position an den Tag legen wird. Festzuhalten ist, dass im Rahmen von M&A-Verhandlungen für ein „marktschreierisches“ Verhalten ohnehin nur wenig Raum bestünde – allenfalls beim Verhandeln über die Preisbedingungen, indem ein Angebot z.B. als „mein letztes Angebot“ tituliert wird, oder indem signalisiert wird, dass dem Anwalt die Bevollmächtigung fehlt, über einen bestimmten Höchstpreis hinauszugehen. Die Bedingungen einer Transaktion sind allein schon mit Blick auf solche Dilemmata vorausschauend mit dem Klienten zu diskutieren und die Grenzen des ethisch, rechtlich und wirtschaftlich Machbaren und Zulässigen klarzustellen.⁶⁴

Eine weitere personenbezogene Taktik erfasst den Rückzug auf eine zusätzliche Legitimation bzw. eine „höhere Instanz“. Hierdurch wird eine Distanz zum Entscheidungsträger erreicht. Vordergründig wird von einem Verhandlungs-

⁶⁰ Mnookin, 24 f., 177, 211 ff.; Anderson/Manns, 660 f.

⁶¹ Mnookin, 25; Moeller/Brady, 306 f.

⁶² Moeller/Brady, 304 ff.

⁶³ ABA, 131 ff.

⁶⁴ ABA, 134.

partner ein Vorschlag als positiv beurteilt, zugleich aber ein Rückzug angetreten, indem man sich auf das „Final Say“ einer höheren Instanz, etwa eines besonderen Organs (zum Beispiel der Ausschuss des Verwaltungsrats, ein Investment Committee), beruft. Nicht selten tritt nach dieser zunächst positiven Signalgebung eine Änderung in den Konditionen oder Forderungen ein. Die dritte Taktik innerhalb dieser personenbezogenen Mechanismen besteht in der Methode des Einschüchterns. Durch eine direkte oder auch nur indirekte Einschüchterung (z.B. Drohungen, persönliche Angriffe) des Principals und/oder Beraters wird beim Gegenüber Unsicherheit erzeugt.⁶⁵

c) *Bezogen auf den Prozess*

Die prozessbezogenen Verhandlungstaktiken umfassen gemeinhin die drei Blöcke der 1.) Anpassung, 2.) der Taktik nach „Take it or leave it“ sowie 3.) des Ausnützens der Deal-Müdigkeit.⁶⁶

Namentlich geht es bei der Anpassung um eine Anpassung an den Prozess oder von Deadlines, wobei die Rahmenbedingungen für die Verhandlungen plötzlich angepasst werden, um die eigene Position zu stärken und gleichzeitig Druck auf das Gegenüber auszuüben. Diese Anpassung muss nicht notwendigerweise mit einer negativen Konnotation verbunden sein, zumal Strategien, mit welchen eine Partei einen M&A-Prozess gestaltet, mitunter nicht die Basis des Prozesses, sondern dessen *Ergebnis* sind – mit anderen Worten: Die Strategien selbst können im Verlauf der M&A-Verhandlung angepasst werden.⁶⁷ Bei der „Take it or leave it“-Taktik wird ein Thema für unverhandelbar erklärt, widrigenfalls ein Abbruch der Verhandlungen angedroht wird. Unter dem Ausnützen der Deal-Müdigkeit versteht man schliesslich die Taktik, dass gegen Ende der Verhandlungen „kleiner“ anmutende Punkte neuerlich abgeändert werden, wobei sich ganz bewusst der Umstand zu Nutze gemacht wird, dass der anderen Partei die Geduld und Musse für weitere Verzögerungen fehlt.⁶⁸

Wie mit diesen klassischen Taktiken umzugehen ist, wird im nachfolgenden Abschnitt IV adressiert.

⁶⁵ Mnookin, 25, 90, 177, 211 ff.; Moeller/Brady, 304 ff.

⁶⁶ Mnookin, 24 und 215 f.; Moeller/Brady, 304 ff.

⁶⁷ Borowicz/Schuster, 83.

⁶⁸ Mnookin, 24 und 215 f.; Moeller/Brady, 304 ff.; Anderson/Manns, 660 ff.

IV. Empfehlungen & Tipps

1. Klarstellung und Abgrenzung von Rollen und Interessen

Die klare Rollen- und Interessenverteilung zwischen den involvierten Parteien ist bei komplexen Transaktionen unerlässlich – dies gilt nicht nur für M&A-Transaktionen allgemein und speziell solche mit internationalem Bezug, sondern auch für andere komplexe Transaktionen (z.B. Immobilientransaktionen, Projektfinanzierungen etc.). Im Kern sind hier die zielgerichtete Wahrnehmung und Beibehaltung von Rollen, Positionen und Erwartungen gefragt. Will man die Verhandlungsführung für eine Transaktion in Einzelschritte aufteilen, dann findet sich auf der obersten Stufe das *Verständnis von der Transaktion selbst*, die wiederum zwei Schritte beinhaltet: a) Kenne den eigenen Klienten, und b) kenne die andere Partei.⁶⁹

Hierbei ist ein zentraler Punkt im Auge zu behalten: Es ist der oder die M&A-Rechtsanwalt/Rechtsanwältin, der/die berät, wohingegen der Klient (z.B. Käufer, Verkäufer) instruiert und entscheidet. Die Kenntnis des eigenen Klienten ist wichtig, bereits bevor der Anwalt rechtliche Ratschläge erteilt. Um den Klienten kennenzulernen, fragt der Anwalt mit einem Blick auf die Struktur der Transaktion danach, wer der Klient ist, welche Erwartungen er an die Transaktion stellt, welche Geschäfte er betreibt, welche Geschäftsmodelle er verfolgt und wie sich die aktuelle wirtschaftliche Lage seines Unternehmens darstellt.⁷⁰ Das Wissen über die Parteien umfasst auch das Wissen um die Positionen des Klienten und der anderen Partei bzw. um die antizipierte Position der Gegenpartei.⁷¹ Finanzkennzahlen und die Risikotoleranz des Klienten bilden in diesem Kontext nur zwei Komponenten des erwünschten Wissens. Insbesondere sind die Optionen der eigenen Partei im Voraus zu eruieren. Es ist wichtig, zu wissen, welchen Standpunkt der eigene Klient für den Fall einnimmt, dass ein Thema oder ein strittiger Punkt nicht zu dessen Zufriedenheit gelöst werden kann, was am ehesten mit Best-case- und Worst-case-Szenarien gelingt.⁷²

Von Bedeutung ist hierbei der endgültige Kaufpreis, der Zustimmung finden kann, wie auch die Grenze der Ermächtigung des Anwaltes, bis zu welcher er sonstige wirtschaftlich relevante Zugeständnisse abgeben darf (wenn über-

⁶⁹ Hoberman, 1.

⁷⁰ Hoberman, 1.

⁷¹ Vgl. hierzu das Positionspapier „Defining Key Competencies for Business Lawyers“ des Business Law Education Committee der US-amerikanischen ABA, 133.

⁷² ABA, 133.

haupt).⁷³ Das Verständnis der gesamten Transaktion wird damit gestärkt und zugleich die Verhandlungsposition von Beginn an klar eingeschätzt. Bei der Kenntnis der anderen Partei geht es darum, zu eruieren, weshalb die Partei gerade diese Transaktion anstrebt, wobei auch hier selbstredend vorab ein grösstmögliches Spektrum an Informationen betreffend den Unternehmensgegenstand, die Marktposition etc. einzuholen ist.⁷⁴

Auf der nächsten Stufe folgt die Erstellung einer *Struktur* bzw. eines Strukturgramms als eine Art *Road Map* für die Transaktion, worin im Wesentlichen eine klare Vorstellung von den Vermögensübertragungen festgehalten wird.⁷⁵

Die Transaktion kann hernach auf Risikoindikatoren (Red Flags) geprüft werden, zusammen mit einer Prüfung der Gesetzmässigkeit der Gesamttransaktion im Kontext der durchzuführenden Transaktion.

Innerhalb der klaren Verteilung von Rollen und Interessen kommt es entscheidend auf die Koordination und enge Abstimmung zwischen Anwalt/Anwältin und Klient an. Dies bedeutet, dass nicht nur ein Verständnis für die Interessen und Prioritäten des Klienten aufgebaut werden muss („Know what we want“), sondern dass auch ein Austausch über den Prozess und die Dokumentation stattfinden soll. Die Erwartungen sind auf einem realistischen Niveau anzusetzen, um darauf aufbauend Empfehlungen abgeben zu können. Zu beachten ist wiederum, dass der Klient die „Guidance“ vorgibt und finale Entscheide trifft. Der Anwalt oder die Anwältin sollten den Prozess „steuern“. Die Betonung liegt auch hier auf dem wichtigen Detail, dass Klienten einzelne Punkte nicht ohne Absprache mit dem Anwalt/der Anwältin konzedieren sollten.⁷⁶ Schliesslich ist es der Klient, der einer Übernahme von Risikofaktoren in Gestalt einer wichtigen Entscheidung zustimmt oder diese ablehnt, nachdem er vom Anwalt über die Tragweite und die Grenzen einer einmal getroffenen Entscheidung aufgeklärt wurde.⁷⁷

2. Position des Klienten „managen“ – Interaktion von Positionen und Instruktionen

Behält man die dargelegte Rollenverteilung im Auge, stellt sich in der Praxis häufig die Frage, wie mit objektiv „unvernünftigen“ Positionen oder Instruktionen des Klienten zu verfahren ist. Zur Klärung dieses Dilemmas ist zunächst

⁷³ ABA, 133.

⁷⁴ Hoberman, 1; Shenias, 60.

⁷⁵ Hoberman, 1.

⁷⁶ Hoberman, 2; Shenias, 61.

⁷⁷ Shenias, 60.

darauf abzustellen, ob es sich um ein rein *kommerzielles* Thema, ein *gemischtes* Thema mit Einbindung von ökonomischen und juristischen Fragestellungen oder um ein *rechtliches* Thema handelt.

Geht es um ein rein kommerzielles Thema wie etwa den Preis oder den kommerziellen Teil einer Preisanpassung, dann ist eine Einmischung des Anwaltes meist weder gewünscht noch sinnvoll. Die Lösung hat über die befugten Principals zu erfolgen.⁷⁸ Steht ein gemischtes Thema zur Diskussion, etwa die technische Umsetzung eines Preisanpassungskonzepts, die Treuhandabwicklung einer Transaktion (Escrow) oder Schadloshaltung, sollte der Anwalt, insbesondere bei der vertraglichen Umsetzung, proaktiv Empfehlungen an den eigenen Klienten abgeben, und zwar auch dann, wenn kommerzielle Aspekte miteinfließen. Dennoch erfolgt auch hier die Lösung letzten Endes über die befugten Principals.⁷⁹

Geht es schliesslich um ein rein rechtliches Thema, etwa um die Anwendung einer Rechtsnorm oder die Auslegung einer gesetzlichen oder vertraglichen Bestimmung, dann obliegt es dem Anwalt, seinen Klienten zu beraten und ihm gegenüber proaktiv Empfehlungen auszusprechen. Falls kein Einlenken möglich oder ersichtlich ist, könnte zunächst versucht werden, das strittige Thema vorerst zu „parkieren“. Dem Gegenanwalt bzw. der Gegenanwältin ist zu signalisieren, dass das Thema noch nicht abgeschlossen ist und weiter besprochen werden muss – vorbehältlich explizit anderslautender Instruktionen. Andernfalls ist die Position des Klienten zu akzeptieren, wobei jedoch die Grenzen des Tätigwerdens des Beauftragten nach Art. 397 OR zu beachten sind.⁸⁰

3. Term Sheet und Bindungswirkung

In der Phase vor dem Abschluss von M&A-Transaktionen stellt sich eingangs die Frage nach etwaigen vorvertraglichen Pflichten und der Bindungswirkung von Zusagen oder Zugeständnissen, die in vermeintlich informellen Schriftstücken (beispielsweise in Term Sheets) festgehalten werden. Die Hauptanwendungsfälle von Term Sheets liegen daher üblicherweise bei unklaren Deal-Strukturen und/oder Commitments, bei komplexen Transaktionen oder aber bei Fällen, bei denen bestimmte Regelungen oder Bestimmungen einschliesslich der Verhandlungsgrundsätze möglichst frühzeitig abgesichert werden sollen.

⁷⁸ Mnookin, 10 und 69 ff.; Moeller/Brady, 129 und 243 ff.

⁷⁹ Mnookin, 182 ff. und 282 ff.; Moeller/Brady, 52 ff. und 335 f.; Handbuch-Tschäni/Wolf, 590.

⁸⁰ BGE 144 III 43 E. 3.4.3. S. 50; Allemann/von der Crone, 438 f. m.w.H.

Die Vertragsparteien sind hierbei im Zuge von Vertragsverhandlungen an den Grundsatz von Treu und Glauben gebunden (Art. 2 Abs. 1 ZGB).⁸¹ Verstösst eine Partei schuldhaft gegen die sich daraus ergebenden Verpflichtungen, macht sie sich unter Umständen aus c.i.c. schadenersatzpflichtig (für das sog. *negative* (Vertrags-)Interesse). Dennoch bleibt es einer Partei – auch vor dem Hintergrund der c.i.c. – freigestellt, Vertragsverhandlungen abubrechen, solange nur ein Abschlusswille von Beginn der Verhandlungen an vorliegt.⁸²

Zur zivilrechtlichen Haftung aus c.i.c. im Rahmen von Vertragsverhandlungen ist anzumerken, dass die Parteien bereits mit Aufnahme von Vertragsverhandlungen zu einem Verhalten im Einklang mit Treu und Glauben verpflichtet sind (Art. 2 Abs. 1 ZGB), zumal sie bereits in ein rechtliches Sonderverhältnis eingetreten sind.⁸³ Aus diesem Treueverhältnis resultieren für die Parteien gegenseitige Sorgfaltspflichten, etwa „Aufklärungs-, Informations-, Schutz- und Mitwirkungspflichten“. Zwar kann allein das Eintreten in Vertragsverhandlungen nicht die Pflicht zu einem positiven Vertragsabschluss auslösen, es gebietet aber immerhin die Führung von Verhandlungen gemäss der wahren Absicht der Parteien. Erhebliche Tatsachen sind gegenüber der anderen Partei offenzulegen, sofern sie geeignet sind, die andere Partei in ihrer Entscheidung über den Vertragsabschluss oder die Bedingungen des Vertrages zu beeinflussen.⁸⁴

Werden wahre Tatsachen verschwiegen, wird dieses Verhalten nur dann als Arglist gewertet, wenn die Partei eine Aufklärungspflicht nach Treu und Glauben trifft.⁸⁵ Hingegen wird beim Vorspiegeln falscher Tatsachen die Arglist ohne Weiteres angenommen. Festzuhalten bleibt aber auch hier, dass von jeder Partei innerhalb von Vertragsverhandlungen die gebotene Aufmerksamkeit eingefordert werden kann, zumal ein Teil den anderen über Irrtümer nur dann aufzuklären hat, wenn die andere Partei selbst bei gehöriger Aufmerksamkeit einen Irrtum nicht erkennen könnte. Im Ergebnis kommt es massgeblich auf die Umstände des Einzelfalls, auf die Natur des Geschäfts, die Kenntnisse der Parteien und die Art der Verhandlungen an.⁸⁶

Als eine Möglichkeit des Festhaltens von Eckpunkten ziehen die Parteien bei den Vertragsverhandlungen ein Term Sheet heran. Ungeachtet dessen, ob es um eine M&A-Transaktion oder aber z.B. um eine Venture-Capital-Transak-

⁸¹ Tschäni/Diem/Wolf, N 46.

⁸² Tschäni/Diem/Wolf, N 47 f.

⁸³ Frick, Rz. 607.

⁸⁴ Frick, Rz. 608.

⁸⁵ Frick, Rz. 608.

⁸⁶ Frick, Rz. 609.

tion geht, werden in einem Term Sheet („Eckdaten-/Arbeitspapier“) mit den Interessenten die Bedingungen einer Transaktion bzw. einer Investition kursorisch festgelegt.⁸⁷

Die ursprüngliche Unverbindlichkeit solcher Grundsatzvereinbarungen (in Gestalt von Term Sheets, Vorverträgen, Absichtserklärungen oder Punktationen) ergibt sich bereits daraus, dass diese keine transaktionsgestaltende Wirkung entfalten und somit nicht als eigentliche Transaktionsvereinbarungen gelten.⁸⁸ Indem sie Grundprinzipien oder bislang Erreichtes festhalten, erleichtern sie die Vertragsverhandlungen und fördern eine Besinnung auf das Wesentliche. Zugleich geben sie den Rechtsberatern eine Basis für den Hauptvertrag an die Hand.

Obwohl über die einmal in einem Term Sheet niedergelegten Bedingungen kaum mehr gross verhandelt wird und diese daher oftmals *faktisch* bindend wirken, stellen sie rein obligationenrechtlich einen nicht bindenden Vorvertrag dar.⁸⁹

Unbestritten erhöht ein Term Sheet die Transaktions- und Finanzierungssicherheit für ein Unternehmen deutlich, zumal Parteien von ihren einmal abgegebenen Commitments (selbst wenn nicht alle rechtlich durchsetzbar sind) nur selten zurücktreten.⁹⁰ Umgekehrt wird der zusätzliche Aufwand, den die Erstellung eines Term Sheet erzeugt, bei relativ einfachen, d.h. ohnehin klaren, Verhältnissen und/oder bei zeitlicher Dringlichkeit einer Transaktion unverhältnismässig sein.

Die Kernfrage im Umfeld eines Term Sheet kreist naturgemäss um dessen Bindungswirkung, d.h. um die Frage, ob dieses bereits eine Kontrahierungspflicht auslöst, was wiederum wie eingangs erwähnt von der Auslegung der im Einzelnen festgelegten Bestimmungen abhängig ist.⁹¹ Entscheidend wird es darauf ankommen, ob sich ein Bindungswille der Parteien manifestiert hat.⁹² Je nach Auslegung und unter Wahrung des Vertrauensprinzips kann ein Rechtsfolgswille abgeleitet werden – der Wortlaut ist hingegen nicht einschlägig.⁹³ Ob eine Bestimmung verbindlich vereinbart wird, muss im Einzelfall geprüft

⁸⁷ Wenger/Honold, 146; Jentsch, N 135.

⁸⁸ Jentsch, N 131.

⁸⁹ Wenger/Honold, 146; Tschäni/Diem/Wolf, N 59.

⁹⁰ Wenger/Honold, 146.

⁹¹ KUKO OR-Herzog, Art. 22, N 5; Meier, 347 f.

⁹² KUKO OR-Herzog, Art. 22, N 5 m.w.H.

⁹³ Gabriel/Wicki, 236 ff.

werden.⁹⁴ Klauseln wie die Vertraulichkeitsvereinbarung, die Breakup-Fee, Exklusivitäts-, Rechtswahl- und Gerichtsstandsklauseln werden gerade in Term Sheets als verpflichtende Nebenabreden für rechtsverbindlich erklärt.⁹⁵

Verschiedene Vertreter der Lehre bejahen einen Rechtsfolgewillen und damit unter Umständen auch die Berufung auf die c.i.c. in weiteren Fällen, etwa dann, wenn der Rechtsfolgewille aus der Verkehrsüblichkeit abgeleitet werden könne, oder – als konkretes Beispiel – wenn in einem Mark-up als Anmerkung eine Schiedsvereinbarung bestätigt worden sei.⁹⁶ Eine Schiedsvereinbarung wird mitunter bereits dann für gültig abgeschlossen erachtet, wenn im Zuge des Austauschs von Vertragsentwürfen zwar an den übrigen Vertragsinhalten Änderungen vorgenommen wurden, nicht hingegen an der Schiedsklausel, so dass dahingehend eine Einigung (nur) betreffend das Zustandekommen dieser Klausel und die Zuständigkeit des Schiedsgerichtes unterstellt wird.⁹⁷ Das Bundesgericht⁹⁸ hat sich dieser Auffassung angeschlossen, was in der Lehre wiederum mit guten Gründen und Verweis auf die bei M&A-Transaktionen und Unternehmenskaufverträgen übliche Praxis des „gewachsenen Vertrages“ auf Ablehnung stösst.⁹⁹ Darauf wird zurückzukommen sein.

Häufig entfalten Vertragsverhandlungsvereinbarungen in Bezug auf bestimmte Teile unmittelbare Rechtswirkung, wie etwa in Bezug auf Erfüllung oder Schadenersatz, selbst wenn die unmittelbare Rechtswirkung nicht explizit angesprochen wurde. Dies ist beispielsweise gerade bei den oben zum Teil bereits bezeichneten Klauseln zur Regelung von Geheimhaltung, Exklusivität, Breakup-Fee, Abwerbeverboten, Kostentragung (Vorleistungen) und Jurisdiktion durchweg der Fall. Gerade die bedeutende Vertraulichkeitsvereinbarung tritt nicht nur in einer selbständigen vertraglichen Regelung auf, sondern auch innerhalb eines Term Sheet, und auch wenn diese so vereinbarte Vertraulichkeit in einem vermeintlich „losen“ Term Sheet oder einer Absichtserklärung niedergelegt wurde, begründet sie dennoch grundsätzlich eine schuldvertragliche Beziehung zwischen den Parteien.¹⁰⁰

Geht man von einem überwiegenden Nutzen des Term Sheet von diesem Blickwinkel aus, dann erweist sich die psychologische Bindung der involvierten Parteien an das Term Sheet als dessen Hauptvorteil, wohingegen die Rege-

⁹⁴ Tschäni/Diem/Wolf, N 59.

⁹⁵ Wenger/Honold, 147; Jentsch, N 135.

⁹⁶ Gabriel/Wicki, 243.

⁹⁷ Gabriel/Wicki, 250.

⁹⁸ Urteil des Bundesgerichts 4A_84/2015 vom 18. Februar 2016.

⁹⁹ Langenegger/Vischer, Rz. 17; Brunner/Vischer/Galli, Rz. 54.

¹⁰⁰ Frick, Rz. 571.

lungen betreffend eine etwaige Haftung aus c.i.c. aufgrund eines Überschreitens einer blossen Vertragsanbahnung nach den Grundsätzen von Treu und Glauben (Art. 2 Abs. 1 ZGB) faktisch wirkungslos werden.¹⁰¹

4. Kalibrieren des ersten Vertragsentwurfs

a) *Allgemeines – Dos & Don'ts*

Um effizient zu einem Vertragsschluss zu kommen, empfiehlt sich die Beachtung des Term Sheet, sofern vorhanden. Abweichungen von diesem sind in einer Begleit-E-Mail oder im Dokument selber zu begründen. Darüber hinaus wird empfohlen, einen praktisch vollständigen ersten Entwurf zu liefern, zumindest in Bezug auf das Hauptdokument. Ferner ist auf die hinreichende inhaltliche Legitimation von Schriftstücken zu achten. Lücken sind, etwa durch Anbringung des Hinweises „*this draft has not been reviewed by our clients yet*“, zu vermeiden (sofern eine solche Durchsicht zeitlich möglich gewesen wäre). Schliesslich erweist es sich oftmals als sinnvoll, Vertragsentwürfe nicht zu einseitig zu erstellen. Werden diese zu einseitig erstellt und im Schwerpunkt nur die Forderungen einer Partei erfüllt, führt dies meist zu Verzögerungen.¹⁰²

b) *Prozedere nach dem ersten Vertragsentwurf – Issue Liste vs. Mark-up*

Nach dem ersten Vertragsentwurf geben Issue Liste bzw. Mark-up die weitere Richtung der Verhandlungen vor. Bei einem substantiellen Dissens sollten wie bereits in Abschnitt [II.2.](#) erwähnt die Hot Topics einzeln abgearbeitet und Gegenvorschläge erstellt werden, was wiederum in Form einer Issue Liste geschehen kann. Bei einer materiellen Annäherung kann das Hauptdokument abgeändert und kommentiert werden (Mark-up), wobei materielle Abweichungen nach Möglichkeit zu begründen sind. Je konkreter der Entwurf formuliert wird, umso zielführender sind die Verhandlungen.

c) *Praxisrelevante Fragen rund um die Bindungswirkung*

Das Vorgehen nach dem ersten Vertragsentwurf wirft, vor allem mit Blick auf die übliche Praxis von Issue Liste und Mark-up, wichtige rechtliche Fragen im Hinblick auf die Bindungswirkung solcher vorvertraglicher Unterlagen, die im Zuge der Verhandlungen unter den Parteien ausgetauscht werden, auf. Zunächst ist dem Grundsatz zu folgen, wonach ein rechtsverbindliches Zustan-

¹⁰¹ KUKO OR-Herzog, Art. 22, N 5 m.w.H; Gauch/Schluep/Schmid, N 946 ff. und N 962a ff.

¹⁰² Moeller/Brady, 304 ff.

dekommen separater Klauseln prinzipiell ausgeschlossen ist, wenn im Rahmen von Vertragsentwürfen bzw. einer Issue Liste zwar ein Konsens besteht, der (Haupt-)Vertrag aber nicht zustande kommt.¹⁰³ Nur dann, wenn sich die Parteien zum Abschluss eines Hauptvertrages verpflichten wollten, würden sie einen Vorvertrag abschliessen, der bereits die essentiellen Elemente des Hauptvertrages enthält und dessen Erfüllung letztendlich auch eingeklagt werden könnte.¹⁰⁴

Im M&A-Bereich sind eigentliche Vorverträge indes weder ein sinnvolles noch zur Zielerreichung (in diesem Fall: „nur“ konsensorientierte Vertragsverhandlungen) taugliches Instrument, weshalb sie bei M&A-Transaktionen in der Praxis auch nicht vorkommen. Denn die Realerfüllung „würde bei dem komplexen Vorgang, den eine M&A-Transaktion i.d.R. darstellt, einen sehr detaillierten Vorvertrag voraussetzen, welcher dann wohl bereits für sich selbst als eigentlicher Kaufvertrag zu betrachten wäre“.¹⁰⁵

Im Kontext der Bindungswirkung vorvertraglicher Schriftstücke im Verhandlungsstadium von M&A-Transaktionen ist ein Referenzfall betreffend eine Schiedsklausel anzuführen, der vor dem Bundesgericht ausgetragen wurde. Namentlich erkannte das Bundesgericht in BGE 142 III 239 aus dem Jahr 2016 in einem *obiter dictum*, dass dann, wenn Entwürfe mehrfach bearbeitet werden und schliesslich eine unveränderte Schiedsklausel ausgetauscht wird, davon ausgegangen werden könne, dass eine Einigung betreffend die schiedsgerichtliche Zuständigkeit besteht und diese somit Geltung erlangt.¹⁰⁶ Diese Auffassung, in welcher der „Grundsatz der Autonomie der Schiedsvereinbarung im Verhältnis zum Hauptvertrag“ unabhängig vom Zustandekommen des Hauptvertrages zum Ausdruck kommt, gibt wohl die heute herrschende Lehre, zumindest in Bezug auf Schiedsklauseln, wieder.¹⁰⁷ Demnach hat das Bundesgericht in seiner jüngeren Rechtsprechung die Autonomie der Schiedsvereinbarung im Verhältnis zum Hauptvertrag (Rahmenvertrag), in dem die Schiedsklausel eingebettet war, anerkannt.¹⁰⁸

Gleichwohl gilt Massgabe, dass die Schiedsklausel das Formerfordernis erfüllt und dem wahren, übereinstimmenden Willen der Parteien entspricht.¹⁰⁹ Vom

¹⁰³ Brunner/Vischer/Galli, Rz. 54; Tschäni/Diem/Wolf, N 46 f., N 60.

¹⁰⁴ Tschäni/Diem/Wolf, N 60.

¹⁰⁵ Tschäni/Diem/Wolf, N 60.

¹⁰⁶ BGE 142 III 239 E. 3.2.1 S. 244 f.

¹⁰⁷ Langenegger/Vischer, Rz. 17; BGE 142 III 239.

¹⁰⁸ BGE 142 III 239.

¹⁰⁹ BGE 142 III 239 E. 3.2.1. S. 244 f.; BGE 140 III 134 E. 3.2. S. 138 f.; BGE 130 III 66 E. 3.2. S. 71 f.; Langenegger/Vischer, Rz. 17.

Formerfordernis her ist im internationalen Verhältnis bei der internationalen Schiedsgerichtsbarkeit insbesondere Art. 178 Abs. 1 IPRG massgeblich, wonach eine Schiedsvereinbarung in Schriftform ergehen muss, wobei die Willenserklärung dem Empfänger in augenscheinlicher, wahrnehmbarer und körperlich reproduzierbarer Form zugehen muss.¹¹⁰ Dem Grunde nach richtet sich die Gültigkeit der Schiedsvereinbarung im Übrigen nach der *lex arbitri*, d.h. bei der internationalen Schiedsgerichtsbarkeit nach dem 12. Kapitel des IPRG, vor allem nach 178 IPRG, und bei der internen Schiedsgerichtsbarkeit nach dem 3. Teil der ZPO, vor allem nach Art. 357 f. ZPO, neben dem weiterhin anwendbaren Allgemeinen Teil des Obligationenrechts.¹¹¹

Zu beachten ist der *favor validitatis* im Bereich der internationalen Schiedsgerichtsbarkeit, wonach im Sinne von Art. 178 Abs. 2 IPRG die Schiedsvereinbarung gültig ist, wenn sie dem von den Parteien gewählten Recht, das für die Streitsache (insbesondere aus dem Hauptvertrag) gelten soll, oder dem schweizerischen Recht entspricht.¹¹² Im Einzelnen ist innerhalb des Art. 178 IPRG zu differenzieren: Während Absatz 1 die Form festlegt, die für die Gültigkeit der Schiedsklausel erforderlich ist, geht es bei Absatz 2 dieser Norm um die Frage, welchem Recht die Schiedsklausel ansonsten unterstehen soll, in erster Linie in Bezug auf ihre materielle Gültigkeit.¹¹³

Für die Gültigkeit der Schiedsklausel wird vom Bundesgericht keine Unterschrift der Parteien gefordert. Es genügt vielmehr, wenn die Willensübereinstimmung aus den ausgetauschten Schriftstücken abgeleitet werden kann und somit ein textlicher Nachweis vorliegt.¹¹⁴ Lehre und Rechtsprechung haben aufgezeigt, dass der Grundsatz der Autonomie der Schiedsklausel, der die Klausel bei Erfüllung der Formerfordernisse auch unabhängig von der Existenz oder vom Untergang des Hauptvertrages aufrecht lässt, sogar dann zum Tragen kommt, wenn der Hauptvertrag *zeitlich* noch nicht als abgeschlossen gilt und damit (noch) nicht zustande gekommen ist.¹¹⁵ Damit würde die Schiedsklausel bereits vor dem Abschluss des Rahmenvertrages in Kraft treten und damit den Rahmenvertrag gleichsam zeitlich „überholen“. Ersichtlich ist daraus zugleich der hohe Stellenwert des Vertrauensprinzips bei der Auslegung, ob von einem Konsens auszugehen ist oder nicht.¹¹⁶

¹¹⁰ BSK IPRG-Gränicher, Art. 178, N 13; Göksu, Rz. 412.

¹¹¹ Göksu, Rz. 412.

¹¹² Göksu, Rz. 422.

¹¹³ Göksu, Rz. 423.

¹¹⁴ Urteil des Bundesgerichts 4P.124/2001 vom 7. August 2001 E. 2c).

¹¹⁵ BSK IPRG-Gränicher, Art. 178, N 90; Gabriel/Wicki, 246 ff.

¹¹⁶ Vgl. etwa BGE 140 III 134 E. 3.2 S. 138 f.

Die Auslegung der Schiedsklausel an sich hat nach den allgemeinen Auslegungsregeln zu erfolgen, die für Willenserklärungen im Privatrecht gelten und die neben dem Wortlaut nach den Umständen des Vertragsschlusses, dem Verhalten der Parteien im Umfeld der Genese der Schiedsklausel, nach dem Vertragszweck sowie nach den Interessen der Vertragsteile fragen.¹¹⁷

Einen Konsens verneint hingegen ein Teil der Lehre bereits dann, wenn die Parteien lediglich Vertragsentwürfe austauschen, die eine Schiedsklausel enthalten, der (Haupt-)Vertrag dann aber nicht zum Abschluss kommt.¹¹⁸

Allein aus dem Umstand, dass die Schiedsklausel nie streitig gewesen sei und in schriftlicher Form vorgelegen habe, ergebe sich, so die Lehrmeinung, „grundsätzlich nicht, dass die Parteien für vorvertragliche Streitigkeiten eine Schiedsvereinbarung getroffen haben und damit eine vorvertragliche Schiedszuständigkeit besteht“.¹¹⁹ Dieser Auffassung ist allerdings mit Blick auf die geltende M&A-Praxis und die Handhabung des Austauschs von Vertragsentwürfen im Mark-up-Modus nur mit Vorbehalt zuzustimmen. Denn wird bei einer Bearbeitung von Vertragsentwürfen im Mark-up-Modus ausdrücklich die Bestätigung einzelner Punkte gefordert, damit die neue Vertragsversion *in ihrer Gesamtheit* als bestätigt gilt, dann ist davon auszugehen, dass ein bewusstes Ausserachtlassen von Änderungen an einzelnen Punkten als bewusste Zustimmung zu diesen Punkten gilt, wenn sie unkommentiert in dieser bestätigten neuen Fassung an die andere Partei retourniert werden.¹²⁰

Im Lichte der aufgezeigten herrschenden Lehre wären die Parteien allerdings angehalten, auf jedem einzelnen ausgetauschten Vertragsentwurf einen Vorbehalt anzubringen, wenn sie vor Abschluss des Hauptvertrages ausdrücklich *nicht* an eine darin verankerte Schiedsklausel oder sonstige Klausel (Gerichtsstandsvereinbarung, Rechtswahl etc.) gebunden sein wollen.¹²¹ Es ist daher empfehlenswert, die ausgetauschten Entwürfe mit dem expliziten Vorbehalt „*subject to changes*“ auszustatten.

Dem dem zitierten Entscheid des Bundesgerichts zu entnehmenden Standpunkt ist allerdings mit dem Argument entgegenzutreten, dass zunächst die daraus ersichtliche Verallgemeinerung kontrovers erscheint. Zudem spricht das Vertrauensprinzip eher für die Auffassung, dass die Parteien erst am Schluss der Verhandlungsphase final darüber entscheiden, ob sie dem so ge-

¹¹⁷ BGE 140 III 134 E. 3.2. S. 138 f.; CHK OR-Kut, Art. 18, N 10 ff.

¹¹⁸ Göksu, Rz. 438.

¹¹⁹ Göksu, Rz. 438.

¹²⁰ Gabriel/Wicki, 252.

¹²¹ Langenegger/Vischer, Rz. 17; Brunner/Vischer/Galli, Rz. 54.

wachsenen Vertrag integral zustimmen wollen oder nicht.¹²² Dieser Auffassung kommt in der M&A-Praxis ein lebensnahes Verständnis vom Zustandekommen des Vertrages zugute.

d) *Ausloten der „materiellen Beweglichkeit“ in Bezug auf ausgewählte Vertragsinhalte*

Das Ausloten der materiellen Beweglichkeit meint eine Lösungsfindung trotz kontrovers diskutierter Agenden in Richtung akzeptabler Lösungen. Festzuhalten ist, dass bei zahlreichen Klauseln in Aktienkaufverträgen (SPA) optionale Lösungen gut vertretbar sind und auch typisch vorkommen – es sei denn, es geht um rein kommerzielle Punkte oder eine Auktion. Für gewisse typische Themen sei an dieser Stelle eine Lösungsmöglichkeit angeboten, die sich auf eine Vielzahl von Transaktionen übertragen lässt.

Besinnt man sich beispielsweise auf das Thema Preis bzw. Preisanpassung, dann ist zwar die Zielrichtung primär *kommerzieller* Natur, jedoch kann eine *strukturelle* Abhilfe durch Adjustments, also Anpassungen, erreicht werden. Abhilfe bieten zudem Earn-out-Klauseln, mit Milestones als Bedingungen, die über den Kaufpreis hinausgehende Zahlungen auslösen, oder eine Call-/Put-Option für den Restanteil. Beim Thema Verrechnungsverbot wäre eine Beschränkung auf gerichtlich festgestellte Forderungen, eventuell aus der ersten Instanz, denkbar.

Geht es um die Vollzugsbedingungen, wäre eine Beschränkung auf *notwendige* Zustimmungen oftmals sinnvoll. In Betracht käme auch, auszubedingen, dass bis zum Vollzugstag kein Ereignis als ein Material Adverse Change (MAC) gewertet werden soll (No-MAC-Klausel), um etwaigen Mängeln bei der Zielgesellschaft zu begegnen, oder aber, dass dem Closing kein rechtliches Hindernis oder gesetzliches Verbot (No-Injunction-Klausel) entgegenstehen soll.¹²³ Anzumerken ist, dass No-MAC-Klauseln als schlichte Vollzugsbedingungen in Europa (im Gegensatz zu den USA) nicht zum festen Standard gehören, sich aber in der Schweiz durchaus eingebürgert haben.¹²⁴

Wichtige Restrukturierungsschritte sind festzuhalten, wie auch wichtige Inzentiv-Punkte. Der Cap, also die Haftungsobergrenze des Verkäufers, sollte bei den Verhandlungen verhältnismässig zum Kaufpreis sein, wobei bei einer De-Minimis-Regelung Schäden unterhalb einer gewissen Grenze überhaupt nicht ersatzfähig sein sollen, während bei Vereinbarung eines Basket, Thres-

¹²² Langenegger/Vischer, Rz. 17; Brunner/Vischer/Galli, Rz. 54.

¹²³ Handbuch-Tschäni/Wolf, 584 ff.; Honegger/Müller, 41 ff.

¹²⁴ Handbuch-Tschäni/Wolf, 591.

hold oder Deductible eine höhere Freigrenze als Schwellenwert oder Selbstbehalt gelten soll.¹²⁵ Ein handelsüblicher Cap wird in der Regel ausbedungen, wobei 15-20% als üblich gelten, sodass hier „Standards“ taugliche Mittel darstellen.

In Fragen der Schadloshaltung sind Tax Indemnities als Schadloshaltungsgarantien von Relevanz, insbesondere im Zusammenhang mit Altlasten von Unternehmen beim Erwerb von Industriebetrieben oder aber bei (zu erwartenden) Compliance-Problemen.¹²⁶ Abhilfe kann mithilfe von Caps und einer Verjährungsregelung gefunden werden, die etwa für die Dauer von zwei bis drei Jahren vereinbart wird – bei Environmental Issues oder Litigation eventuell auch für eine längere Dauer. Eine Solidarschuld kann auf Grossaktionäre beschränkt werden, oder die Solidarschuld wird auf den Escrow-Teilbetrag (einschliesslich als ausschliessliche Quelle für die Auszahlung) beschränkt. Bei natürlichen Personen ist eine diesbezügliche Regelung der Solidarschuld naturgemäss selten. Für Zusicherungen ist ein üblicher Katalog heranzuziehen, wobei eine Abschwächung mithilfe der üblichen Qualifikation stattfinden kann.¹²⁷

- e) *Ausverhandeln von Zusicherungen trotz bestehender Versicherung von Garantien (W&I) mit Blick auf die aktuelle Rechtsprechung des Bundesgerichts*

Aus den angelsächsisch geprägten Verträgen ist das Rechtsinstitut der Warranties & Indemnities Insurance („W&I“) bekannt, wonach eine Versicherung des Käufers bei Schadenersatzansprüchen gegenüber dem Verkäufer wegen Verletzung einer Zusicherung den Schaden übernimmt. Das W&I-Konzept soll somit verhindern, dass zulasten des Verkäufers Schadenersatzansprüche wegen Verletzung einer Zusicherung entstehen (konkret wird im Aktienkaufvertrag vereinbart, dass der Cap bei CHF 1.00 liegt). Innerhalb der Schweizer M&A-Praxis besteht nun die Tendenz bei Verkäufern, Zusicherungen nur „halbherzig“ zu verhandeln, sodass zumindest eine reduzierte Motivation verkäuferseits zu einem ernsthaften Ausverhandeln von Zusicherungen erkennbar ist. Ungeachtet dieses faktischen Status quo besteht indes ein direkter Anspruch kraft Art. 199 OR bei arglistigem Verschweigen von Gewährsmängeln oder Vorspiegelung falscher Tatsachen, sodass ein etwaiger vertraglicher Gewährleistungsausschluss ungültig wäre.¹²⁸ Grundsätzlich ist der Haftungsaus-

¹²⁵ Handbuch-Tschäni/Wolf, 589; Honegger/Müller, 49.

¹²⁶ Handbuch-Tschäni/Wolf, 589.

¹²⁷ Zu den Vertragselementen betreffend den Kaufpreis und Representations vgl. Honegger/Müller, 45 ff.

¹²⁸ Schafer/Galli/Vischer, Rz. 12 ff. m.w.N.

schluss bzw. die Haftungsbeschränkung bei einer Mängelgewährleistung aus einem Kaufvertrag nach der Norm des Art. 199 OR grosszügig geregelt, zumal nur bei einem arglistigen Verschweigen die Beschränkung ungültig sein soll.¹²⁹

In diesem Kontext ist die Rechtsprechung des Bundesgerichts in BGer 4A_514/2020 vom 2. November 2020 („Porsche-Fall“) aufschlussreich, die eine potentielle Ausweitung von Art. 199 OR nahelegt. Zugleich geht aus dem Fall die Problematik hervor, dass im Einklang mit dieser neuen Rechtsprechung zu Art. 199 OR auf den Verkäufer insofern ein neues Haftungsrisiko zukommt, als sich dieser nunmehr mit einer gesonderten Prüfung von Zusicherungen auseinandersetzen muss und ein vereinbarter Cap im Einzelfall womöglich keine Anwendung findet. In der genannten Rechtssache hatte Verkäufer A an Käufer B ein Oldtimer-Fahrzeug im Hochpreissegment, namentlich einen Porsche 356, mit Mängeln (einschliesslich Rostschäden an Front und Karosserie, unfachmännisch durchgeführter Schweissarbeiten etc.) zu einem Kaufpreis von CHF 79'000 verkauft. Jegliche Gewähr für Sachmängel wurde im Kaufvertrag ausgeschlossen, „ausgenommen vertraglich zugesicherte Eigenschaften“.¹³⁰ Letztendlich wurde der objektive Wert des Fahrzeugs im Zeitpunkt des Vertragsschlusses aber, in Anbetracht der Mängel, auf lediglich CHF 20'400 angesetzt und vom Bundesgericht auch nicht beanstandet.

Das Bundesgericht urteilte, dass Art. 199 OR bei einer Verletzung der (proaktiven) Aufklärungspflicht des Verkäufers greife. Die Aufklärungspflicht bezieht das Bundesgericht auf jene Sachverhalte, die den Entscheid des potentiellen Käufers über den Vertragsschluss und dessen Bedingungen beeinflussen können. Keine Aufklärungspflicht nimmt das Bundesgericht hingegen (nur) an, wenn der „Verkäufer nach Treu und Glauben annehmen durfte, der Käufer werde den wahren Sachverhalt ohne Weiteres erkennen“.¹³¹ Im konkreten Fall stimmte das Bundesgericht dem Urteil des Obergerichtes zu und befand, der Verkäufer habe „ernsthaft mit der Möglichkeit rechnen müssen, dass das Fahrzeug in erheblicher Weise mangelbehaftet gewesen sei.“¹³² Vorausgegangen war eine Anpreisung des Fahrzeugs in einem Internetauftritt, worin ausdrücklich eine „sorgfältige“ Rundumerneuerung des Fahrzeugs und das Fehlen von Rostschäden zugesichert worden war. Suggestiert wurde in der Werbeanzeige da-

¹²⁹ Atamer/Küng, 1093.

¹³⁰ Urteil des Bundesgerichts 4A_514/2020 vom 2. November 2020.

¹³¹ BGer 4A_514/2020 E. 6.3.2.

¹³² BGer 4A_514/2020 E. 4 (Hervorhebung hinzugefügt).

mit eindeutig eine Instandsetzung des Fahrzeugs über die „offensichtlichen Mängel hinaus“. Der Verkäufer hatte sich offensichtlich auf die von den Handwerkern zugesicherte „umfassende Restauration“ des Fahrzeugs verlassen.¹³³

Folglich geht es entscheidend darum, ob eine (grob) fahrlässige Unkenntnis eines Mangels dem Verkäufer angelastet werden kann, wenn dieser sich auf das Urteil eines Dritten, eines vermeintlichen Fachmanns, verlässt. Die deutsche Lehre und Rechtsprechung verneint eine umfassende Untersuchungspflicht des Verkäufers vor dem Verkauf, es sei denn, es bestünden stichfeste Verdachtsmomente, die eine eingehende Untersuchung des Verkaufsobjektes nahelegen.¹³⁴ Gleichermassen wurde im schweizerischen Recht bislang solch eine vorvertragliche Pflicht des Verkäufers zur Untersuchung des Kaufobjektes abgelehnt. Insofern wurde auch hierzulande kontrovers diskutiert, ob bei einem Haftungsausschluss bei grob fahrlässiger Unkenntnis über Mängel Art. 100 OR und Art. 199 OR nebeneinander angewendet werden sollen oder nicht. Die Linie des Bundesgerichts ist in diesem Punkt nicht klar, jedoch wendet es Art. 100 OR überhaupt nur im Kontext der *Verursachung* eines Mangels an. Geht es nur um die *Kenntnis* eines Mangels, erwähnt das Bundesgericht – wie auch in BGer 4A_514/2020 – ausschliesslich Art. 199 OR.¹³⁵

Als Neuerung ergibt sich aus diesem Fall ein gesteigertes Risiko für den Verkäufer, dass ein CHF 1.00-Cap auch dann nicht zur Anwendung kommt, wenn sich herausstellt, dass eine Zusicherung nicht zutrifft, und der Verkäufer ernsthaft mit dieser Möglichkeit hätte rechnen müssen. Diese Hürde ist viel tiefer als ein Nachweis von Arglist, Vorsatz oder gewöhnlicher Grobfahrlässigkeit. Nach der bundesdeutschen Rechtslage und Rechtsprechung wäre demgegenüber eine „Behauptung ins Blaue hinein“ schon als Arglist zu werten, und eine Freizeichnung nach § 444 BGB würde damit ausscheiden.¹³⁶ Die deutsche Rechtslage geht daher von Arglist bereits dann aus, wenn der Verkäufer *ohne sichere Kenntnis* Mängel verharmlost oder gar verneint.¹³⁷

Als Konsequenz aus BGer 4A_514/2020 ergibt sich aus Verkäufersicht, dass Zusicherungen, die für das Zustandekommen eines Kaufvertrages oder die Vereinbarung konkreter Vertragsbedingungen ausschlaggebend sind, genauer zu prüfen und bei Ungewissheit in letzter Konsequenz zu verweigern sind

¹³³ BGer 4A_514/2020 E. 4.

¹³⁴ Atamer/Küng, 1097 m.w.H.

¹³⁵ Atamer/Küng, 1098 f. m.w.H.

¹³⁶ Emmerich, Rz. 33 m.w.H.

¹³⁷ Emmerich, Rz. 33 m.w.H.

(bzw. das Problem offenzulegen ist). Andernfalls besteht die Gefahr für den Verkäufer, aufgrund von Art. 199 OR dennoch schadenersatzpflichtig zu werden.

5. Umgang mit Verhandlungstaktiken, bezogen auf Inhalt, Person und Prozess

Mit den oben in Abschnitt [III.3.](#) dargelegten Taktiken in Bezug auf Inhalt, Person und Prozess im Rahmen von M&A-Transaktionen ist je nach Einsatz der gewählten Taktik umzugehen. Festzuhalten ist zunächst, dass der Einsatz der jeweiligen Verhandlungstaktik mit der jeweiligen Verhandlungsposition der involvierten Parteien in untrennbarem Konnex steht. Denn die Verhandlungsposition der involvierten Parteien sowie die Pflichten aus Treu und Glauben sind sowohl an der Zielgesellschaft als auch an den gegenseitig eingeräumten Zugeständnissen (Kaufpreis etc.) während der Verhandlungsphase zu messen.¹³⁸ Auf einen Nenner gebracht bedeutet dies, dass zwei wesentliche Operatoren die Verhandlungen bestimmen, die sich häufig diametral entgegenstehen: Zum einen ist dies die *Bedeutung* bzw. der ökonomische Wert des Verhandlungsobjektes und zum anderen der *Zeitfaktor* bzw. der *Druck*, unter welchem die Verhandlungen stattfinden.¹³⁹

Übertragen auf die Verhandlungspraxis äussert sich dieses Dilemma aus rein rechtlicher Sicht mitunter auf der Ebene dessen, was an Aufklärung erwartet werden darf, welche Zugeständnisse gemacht werden und wie daraus womöglich eine Haftung konstruiert werden kann. Als richtig ist beispielsweise die Auffassung einzustufen, dass die vorvertraglichen Aufklärungspflichten des Verkäufers durch die Mechanismen der Privatautonomie eingeschränkt werden können und in der Praxis auch eingeschränkt werden.¹⁴⁰ Konform damit wäre eine Haftung aus c.i.c. wegen Verletzung vorvertraglicher Aufklärungspflichten nur dann gerechtfertigt, wenn ein Weniger an Aufklärung im Ergebnis zu einem nachteiligen Vertragsabschluss geführt hätte, nicht aber dann, wenn etwaige Mängel bereits über Gewährleistungen und Garantien oder aber über einen Risikodiscount abgegolten wurden, die sich in Abzügen beim vereinbarten Kaufpreis niederschlagen. Wurde das von der Käuferseite anvisierte Risiko für etwaige Mängel am zu veräussernden Unternehmen bereits in Ge-

¹³⁸ Meier, 344.

¹³⁹ Burbridge, 51 f.

¹⁴⁰ Meier, 344 f.

stalt von Discounts beim Kaufpreis oder expliziten Zusicherungen berücksichtigt, dann dürfte eine Berufung auf einen „für den Käufer nachteiligen Vertragsabschluss“ kaum mehr juristisch tragbar sein.¹⁴¹

Als Quintessenz aus diesem Beispiel lässt sich für die verhandlungstechnische Ebene grundlegend ableiten: Die Verhandlungstaktiken in Bezug auf Inhalt, Person und Prozess hängen sowohl stark von der Grösse, Bedeutung und Rechtsform des Kaufobjekts wie auch aus Verkäufersicht von dessen Verhandlungsposition ab. Letzteres meint vor allem, dass es eingangs beim Verkäufer liegt, zu hinterfragen, ob er eine *Konditionensicherheit* für sich beanspruchen kann, d.h., ob er tatsächlich zu bestimmten Konditionen verkaufen kann, ob er die *Ausübungshoheit* innehält, d.h., ob er tatsächlich die Wahl zwischen mehreren potentiellen Käufern hat oder ob potentielle Käufer jederzeit aus den Verhandlungen „aussteigen“ können, und schliesslich, ob er bei den Verhandlungen womöglich *alternativlos* ist und sich daher die Verhandlungsposition zu seinen Lasten verschiebt.¹⁴²

Konkret bedeutet dies einerseits, dass in der Kategorie des *Inhalts* bei Anwendung der Highball-Lowball-Taktik zunächst ein Identifizieren des übertrieben einseitigen Angebotes stattfinden muss, um ein neues, ernsthaftes Angebot einzufordern, anstatt mit einem eigenen Gegenangebot zu reagieren.¹⁴³ Wird das Erstangebot als übertrieben zu hoch oder zu niedrig erkannt, besteht in erster Linie das Risiko, dass die Verhandlungspartei ohne weitere Einlassung in die Verhandlungen den Verhandlungstisch unmittelbar verlässt, sofern das Angebot zu einem „falschen“ Zeitpunkt ergeht. Im Übrigen könnte bei einem übertrieben zu niedrig angesetzten Verkaufspreis das Kaufobjekt als minderwertig oder mit Mängeln behaftet eingestuft werden. Umgekehrt kann diese Taktik als Weichensteller für Zwecke der erstmaligen Eröffnung von Verhandlungsgrundlagen dienen.¹⁴⁴ Eine Verteidigung gegen die Highball-Lowball-Taktik, die von der Gegenseite angewendet wird, kann aber nur dann gelingen, wenn man selbst den wahren Marktwert des Verhandlungsgegenstandes kennt.¹⁴⁵ Darüber hinaus hat die Praxis gezeigt, dass das vorschnelle eigene Gegenangebot allzu oft zu einer undurchdachten „Wie-du-mir-so-ich-dir-Verhandlungsstrategie“ ohne klare Kriterien degeneriert, die dann erst recht wenig Seriosität ausstrahlt.¹⁴⁶ Die Dialogbereitschaft kann zwar durch das Unterbreiten eines Gegenangebotes angezeigt werden, allerdings erst in

¹⁴¹ Meier, 344.

¹⁴² Handbuch-Rock, 44 ff.

¹⁴³ Burbridge, 158.

¹⁴⁴ Burbridge, 158; Maynard, 539.

¹⁴⁵ Maynard, 722 und 785.

¹⁴⁶ Burbridge, 158.

einem Stadium, in welchem die Kriterien des Deals feststehen und ein Gegenangebot auch als dementsprechendes Eintreten in ernsthafte Verhandlungen aufgefasst werden kann.¹⁴⁷

Bei Einstufung eines Themas als übermässig relevant, d.h. bei Anwendung der Taktik der übertriebenen Relevanz, ist stets eine Begründung einzuholen, weshalb ein bestimmtes Thema von so überragender Relevanz ist und die entsprechenden Bedingungen gestellt werden. Bei Bestehen eines Informationsüberschusses sollte eine Kondensation auf Notwendiges erfolgen, während Unverständliches prinzipiell zurückzuweisen ist.

Innerhalb der Kategorie der Person wird bei der Anwendung der „Good Cop/Bad Cop“-Taktik empfohlen, die „Sehnsucht nach dem Wohlfühleffekt“ abzulegen und den Fokus auf den Good Cop zu legen.¹⁴⁸ Sinn und Zweck dieser Richtungsvorgabe ist, dass die andere Partei nicht für eine harte Verhandlungstaktik oder gar ungebührliche Forderungen belohnt werden soll. Gewinnt die Vertragspartei das Gefühl, dass sie allein durch eine harte, kompetitive Verhandlungstaktik einen Vorteil aus der anderen Seite ziehen kann, dann hat die Gegenpartei keinen Grund, von ihrem harten Standpunkt auch nur geringfügig abzuweichen.¹⁴⁹ Im Ergebnis darf, wie Mnookin aufzeigt, die Antwort auf eine harte Verhandlungstaktik nicht „soft“ sein, sondern sie muss Durchsetzungskraft demonstrieren, um die Interessen des eigenen Klienten bestmöglich zu schützen.¹⁵⁰ Zwar stellt sich der Ausgleich zwischen einer harten Verhandlungsführung der Gegenpartei und dem Schutz der Interessen des eigenen Klienten durch Inanspruchnahme einer nicht allzu nachgiebigen Verhandlungstaktik in der Regel als herausfordernd dar. Diese Herausforderung ist aber zumindest dann billigend in Kauf zu nehmen, wenn sie sich als geringeres Übel im Vergleich zur Alternative erweist – wenn nämlich diese Alternative ein unnötig nachgiebiges Einknicken vor den Forderungen des Verhandlungspartners bedeutet. Folge davon wäre, dem eigenen Klienten Rechenschaft darüber ablegen zu müssen, warum eine womöglich durch die Gegenpartei herangezogene Einschüchterungstaktik erfolgreich war und man es nun infolge dieses Einknickens mit einer insgesamt schleppenden Verhandlung und verhärteten Fronten zu tun hat.¹⁵¹

Allgemein ist festzuhalten, dass als Reaktion auf harte Verhandlungstaktiken einzelne Taktiken für sich allein oder aber in Kombination miteinander ange-

¹⁴⁷ Burbridge, 158.

¹⁴⁸ Burbridge, 77 f., 173 f.; Mnookin, 221.

¹⁴⁹ Mnookin, 221.

¹⁵⁰ Mnookin, 221.

¹⁵¹ Mnookin, 221.

wendet werden können.¹⁵² Wird vom Gegenüber die Taktik der zusätzlichen Legitimation beansprucht, sind zunächst proaktiv die Kompetenzen innerhalb der Transaktion klarzustellen. Sodann ist (sind) der (die) eigentlich(en) Entscheidungsträger (Decision Maker(s)) einzubeziehen, um einen wiederkehrenden Rückgriff auf eine vermeintlich mangelnde Entscheidungsbefugnis von vornherein zu verhindern. Die Taktik des Einschüchterns ist desgleichen zunächst zu identifizieren, um eventuell eine Eskalation zu verhindern bzw. eine Klärstellung von Hierarchien in Erwägung zu ziehen. Inhaltliche Konzessionen sollen hierbei nicht gemacht werden.¹⁵³

Bei der prozessbezogenen Verhandlungstaktik ist als Reaktion auf das Einfordern von Anpassungen an den Prozess oder von Deadlines eine Begründung zu verlangen und auf einen „vernünftigen“ Prozess mit realistischen Deadlines zu drängen. Die „Take it or leave it“-Taktik ist generell zurückzuweisen und es ist darauf zu verweisen, dass es auf die Gesamtheit der Transaktion und den Transaktionserfolg ankommt. Durch eine Kombination von Verhandlungstaktiken, insbesondere als Reaktion auf einen harten Verhandlungsstil, kann ein Dialog wiederhergestellt werden.¹⁵⁴ Konkret könnte beispielsweise ein „Take it or leave it“-Angebot durch den Einsatz der „Good Cop/Bad Cop“-Taktik entschärft werden, indem klargestellt wird, dass man nach erfolgter Beratung mit dem Klienten den Entschluss gefasst habe, Zusicherungen betreffend Umwelt-Altlasten eines Unternehmens nicht abzugeben. Obwohl man als M&A-Anwalt selbst gewiss schon „flexiblere“ Klienten betreut hat, findet hier ein Insistieren auf der eigenen Position nicht durch den Klienten, sondern den Verhandler in der Rolle des Good Cop statt.¹⁵⁵

Hierbei ist nicht zu vergessen, dass der oben beschriebene „harte“, kompetitive Verhandlungstypus, der wenig Kompromissbereitschaft an den Tag legt, in der Regel zwar bei Unternehmensentscheidungen vom Top-Management im Sinne einer „Vorlagenkultur“ (Vorlage von Quartalsberichten, Vorlage von Rechenschaftsberichten an das Top-Management etc.) vor allem für Zwecke der Pflege des Images eines Unternehmens erwartet wird, nicht hingegen in der Verhandlungsführung.¹⁵⁶ Denn hier ist im Gegensatz zur Vorlagenkultur der Aufbau einer Beziehung mit dem Verhandlungspartner geradezu erwünscht

¹⁵² Mnookin, 221.

¹⁵³ Handbuch-Rock, 47.

¹⁵⁴ Mnookin, 220 ff.

¹⁵⁵ Mnookin, 221.

¹⁵⁶ Burbridge, 40.

(„Bonding“, siehe oben, Abschnitt [III.1.](#)).¹⁵⁷ Wird die Taktik des Ausnützens der Deal-Müdigkeit erkannt, sollte eine Übersicht über noch offene Punkte verlangt und/oder zunächst eine Liste mit eigenen Punkten vorgelegt werden.

V. Resümee & Final Remarks

Die Ausführungen legen nahe, dass ein kompetenter M&A-Anwalt nicht nur in der Lage sein soll, die Ziele der Parteien und der Transaktion an sich zu identifizieren, sondern auch imstande sein muss, Problempunkte zu erfassen, alle erforderlichen Informationen und Daten zusammenzutragen und für den Notfall einen Alternativplan zur Führung der Verhandlungen parat zu haben. Ziel der Verhandlungen muss es sein, die jeweils im Einzelfall zielführenden Techniken und Taktiken einzusetzen, um zum Nutzen des Klienten zu einer Einigung und schliesslich Vereinbarung zu gelangen. Die Transaktion soll im Ergebnis eine Win-Win-Situation für die involvierten Parteien herbeiführen. Aus dem Gesagten lässt sich ferner allgemein der Schluss ziehen, dass materielle Konzessionen nicht vorschnell eingeräumt werden sollen. M&A-Transaktionen erweisen sich in der Regel als langatmige Verhandlungen, bei welchen Geduld gefragt ist.

In diesem Sinne darf mit Gary Noesner daran erinnert werden, dass es das New York Police Department war, das im Jahre 1972 erstmals begann, eine Best Practice im Hinblick auf die Verhandlungsführung zu entwickeln.¹⁵⁸ Noesner selbst war nach seiner 30-jährigen Laufbahn beim FBI unter anderem als leitender Verhandlungsführer bei Geiselnahmen und als Berater für ein Beratungsunternehmen tätig und gründete das „National Council of Negotiation Associations“ (NCNA).¹⁵⁹ Jene FBI-Methoden flossen später in zahlreiche Trainingsprogramme zur professionellen Verhandlungsführung für eine Bandbreite an Krisensituationen ein und wurden weiterentwickelt.

Als Quintessenz wurde aus den FBI-Methoden für die juristische Verhandlungsführung das oben skizzierte Modell der drei Kernelemente, nämlich 1.) Bonding, 2.) Mission und 3.) Influence, entwickelt.¹⁶⁰ Dies ist auch die einzig richtige Reihenfolge, die der Verhandlungsführer bei seinen Aktivitäten befolgen sollte und die sich im Übrigen auch mit den aufgezeigten Schritten 1.) des Verständnisses von der Transaktion (Know your client/Know the other par-

¹⁵⁷ Burbridge, 40.

¹⁵⁸ Noesner, 32.

¹⁵⁹ Für weiterführende Informationen zum NCNA und zu Noesners Errungenschaften siehe [https://ncna.us/default.aspx?MenuItemId=44&MenuGroup=Public Home](https://ncna.us/default.aspx?MenuItemId=44&MenuGroup=Public+Home).

¹⁶⁰ Handbuch-Rock, 597 ff.

ties), 2.) des Erstellens einer Roadmap und 3.) der Analyse der Transaktion unter Strukturierung und unter Einbezug jeder Transaktionspartei deckt. Darauf folgen die Dokumentation inklusive Checkliste und Term Sheet und die Verhandlung¹⁶¹ auf der Basis dieser Erkenntnisse und Unterlagen.

Literaturverzeichnis

- Aba, „Defining Key Competencies for Business Lawyers“ des Business Law Education Committee der US-amerikanischen ABA (American Bar Association), *The Business Lawyer* Vol. 72, Winter 2016–2017, 139 ff.
- Allemann Richard g./Von der Crone Caspar, M&A-Transaktionsberatung im Grenzbereich von Auftrag und Mäklervertrag, Bundesgerichtsurteil 4A_269/2017 vom 20. Dezember 2017 (BGE 144 III 43), SZW/RSDA 2018, 438 ff.
- Anderson Robert/Manns Jeffrey, Engineering Greater Efficiency in Mergers and Acquisitions, *The Business Lawyer* Vol. 72, No. 3/2017, 657 ff.
- Arroyo Manuel, *Arbitration in Switzerland: The Practitioner's Guide*, 2nd ed., Vol. 1, 2018, 57 ff.
- Atamer Yesim/Küng Jan, Haftungsbegrenzung bei kaufvertraglicher Sachgewährleistung, *AJP* 2021, 1093.
- Baker Donald I., From Philadelphia National Bank to Too Big to Fail, *Antitrust Law Journal* Vol. 80, 2/2015, 353 ff.
- Basler Kommentar zum Internationalen Privatrecht, in: Grolimund Pascal/Loacker Leander D./Schnyder Anton K. (Hrsg.), 4. A., Basel 2021 (zit. BSK IPRG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Borowicz Frank/Schuster Michael, *Mergers & Acquisitions für Entscheider: Managementkunst und Umsetzungstechnik*, Stuttgart 2017.
- Brunner Christoph/Vischer Markus/Galli Dario, Die Rechtsprechung des Bundesgerichts zum Kaufvertragsrecht im Jahr 2016, *Jusletter*, 20. November 2017.
- Burbridge Marc, *Executive Diplomacy and the Art of Strategic Negotiations*, Dorrance Publishing, Pittsburgh 2020.
- Deloitte Studie 2021 zur M&A-Aktivität der Schweizer KMU, Erstes Halbjahr 2021, 07/2021, 2 f., abrufbar unter <<https://www2.deloitte.com/ch/de/pages/mergers-and-acquisitions/articles/swiss-smes.html>>.
- Emmerich Volker, *BGB-Schuldrecht, Besonderer Teil*, 15. A., Heidelberg 2018.
- Frick Jürg, in: Forstmoser Peter (Hrsg.), *Private Equity im Schweizer Recht*, Diss. Zürich 2009 = SSHW Bd. 272, Zürich/St. Gallen 2009, 181 ff.
- Gabriel Simon/Wicki Jodok, Vorvertragliche Schiedszuständigkeit, *ASA Bulletin* Vol. 27, 2/2009, 236 ff.

¹⁶¹ Hoberman, 1 ff.

- Galli Dario/Kündig Michael/Vischer Markus, „Schiedsgutachterklauseln“ in M&A-Verträgen, GesKR 2018, 424 ff.
- Gauch Peter/Schluep Walter R./Schmid Jörg, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, Bd. I, 10. A., Zürich/Basel/Genf 2014.
- Göksu Tarkan, Schiedsgerichtsbarkeit, Zürich/St. Gallen 2014.
- Handkommentar zum Schweizer Privatrecht (Art. 1-183 OR), in: Furrer, Andreas/Schnyder Anton K. (Hrsg.), 3. A., 2016 (zit. CHK OR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Harrison Christopher S., Make the Deal, Negotiating Mergers & Acquisitions, BNA, New Jersey 2016, 9 ff.
- Hoberman Jason M., Train for the Future. A Simple Roadmap for a Complicated Transaction. Negotiating Complex Transactions Involving Multiple Parties and Multiple Jurisdictions, Business Law Today, ed. American Bar Association, August 2010, 1 ff.
- Holten J. Andrew, Letters of Intent in Corporate Negotiations: Using Hostage Exchanges and Legal Uncertainty to Promote Compliance, University of Pennsylvania Law Review Vol. 12, No. 5/2014, 1237 ff.
- Honegger Peter/Müller Danièle, Kaufpreisanpassung oder Gewährleistung?, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XV, Zürich/Basel/Genf 2013, 41 ff.
- Jentsch Valentin, Transaktionsvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen, Inhalt, Zulässigkeit und Durchsetzung, ZSTP – Zürcher Studien zum Privatrecht Bd. 266, Zürich 2015.
- KPMG, Facts & Figures, Clarity on Mergers & Acquisitions 2021, Key deal statistics and overview of the top 10 deals, abrufbar unter <<https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ch/pdf/clarity-on-ma-facts-figures.pdf>> (zit. KPMG, Facts & Figures).
- KPMG 2020, Das M&A-Jahr zusammengefasst, abrufbar unter <<https://home.kpmg/ch/de/home/themen/2021/01/clarity-on-mergers-and-acquisitions.html>> (zit. KPMG, M&A Jahr 2020).
- Kurzkommentar Obligationenrecht (KUKO OR), in: Honsell Heinrich (Hrsg.), Basel 2014 (zit. KUKO OR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Langenegger Flavio/Vischer Markus, Bindungswirkung einer Schiedsklausel vor Abschluss des Hauptvertrags, dRSK, abrufbar unter <https://www.walderwyss.com/user_assets/publications/1843.pdf>.
- Maynard Therese H., Mergers and Acquisitions: Cases, Materials and Problems, 4th ed., Wolters Kluwer, Aspen Casebook Series, New York 2017, 539.
- Meier Eric Olivier, Due Diligence bei Unternehmensübernahmen, Diss. Zürich 2009 = SSHW Bd. 286, Zürich/St. Gallen 2010, 344 ff.
- Mnookin Robert H., Beyond Winning. Negotiating to Create Value in Deals and Disputes, Harvard University Press 2004, 221 ff.
- Moeller Scott/Brady Chris, Intelligent M&A: Navigating the Mergers and Acquisitions Minefield, 2nd ed., Wiley Ltd., NJ, USA 2014.
- Müller-Stewens Günter/Kunisch Sven/Binder Andreas (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Handbuch für Strategen, Analysten, Berater und Juristen, 2. A., Stuttgart 2016 (zit. Handbuch-Autor/in, Seitenzahl).

- Neeracher Christoph/Seiler Philippe/Annasohn Raphael, Law Business Research 2021, Swiss M&A, Practice Guides, 2nd ed., 07/2021, 76.
- Noesner Gary, Stalling für Time, My Life as FBI Hostage Negotiator, New York 2010.
- Rock Hermann, in: Müller-Stewens/Kunisch/Binder (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, 2. A., 2016, 597 ff.
- Sackmann Sonja, Compliance bei M&A Transaktionen, in: Sackmann Sonja/Bicker Eike (Hrsg.), Compliance bei M&A-Transaktionen, Stuttgart 2019, 177 ff.
- Schafer Leandro/Galli Dario/Vischer Markus, Wissen-Müssen des Verkäufers um Mängel und Opfermitverantwortung im Zivilrecht, dRSK, abrufbar unter <https://www.walder-wyss.com/user_assets/publications/210226-4A_514-2020Wissen-Mussen-des-Verkaufers-um-Mangel-und-Opfermitverantwortung-im-Zivilrecht-dRSK-2021.pdf>.
- Shenas George P., Road map for a deal: The role of lead corporate counsel preparing for a merger, Business Law Today, Vol. 13, No. 5, 06/2004, 59 ff.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2021.
- Uhlenbruck Klaus et al., Rhett Rivals' reactions to mergers and acquisitions, Strategic Organization 2017, 40 ff.
- Wenger Christian/Honold Pascal, Legal Due Diligence in Venture-Capital Transaktionen, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity V, I.-III. EIZ – Europa Institut Zürich, Bd. 175, 2016, 141 ff.
- Wicki Balthasar, in: IR Global (Hrsg.), The Art of Negotiation. A Global Review of the M&A Deal Process, Virtual Round Table Series, M&A Working Group 2017, 10, abrufbar unter <<https://members.irglobal.com/file/13b3a9b244f4385053e52b37c73ff32c.pdf>>.

Umweltrechtliche Aspekte in M&A-Transaktionen: EDD gestern – heute – morgen

Daniel Aegerter/Lorenz Lehmann

Inhalt

I.	Einleitung	165
II.	Environmental Due Diligence gestern	166
III.	Environmental Due Diligence heute	167
1.	Normaler Umfang einer EDD in der Schweiz	167
a)	Altlasten	167
b)	Gebäudeschadstoffe	168
c)	Naturgefahren	169
2.	Ergänzende Themen im Einzelfall	169
a)	Arbeitssicherheit/Health and Safety	169
b)	Produktesicherheit/Product Compliance	170
c)	Energie und CO₂	170
3.	Rechtsentwicklung und Präjudizien im Zusammenhang mit belasteten Standorten und Abfällen	171
a)	Altlastenhaftung bei Geschäftsübernahme	172
b)	Abfallinhaberschaft bei mehreren Grundstücknutzern	173
c)	Angaben zur Entsorgung von Bauabfällen gemäss Art. 16 VVEA	174
IV.	Environmental Due Diligence morgen	174
1.	Rechtsetzungstendenzen im Umwelt- und Klimarecht	175
a)	Rechtsetzungsprogramm des BAFU	175
b)	Nanotechnologie	175
c)	CO₂-Gesetz	176
2.	Globale technische und gesellschaftliche Trends	177
	Literaturverzeichnis	178

I. Einleitung

Im seriösen M&A-Geschäft gehört die Due Diligence – also die gewissenhafte Prüfung des Kaufobjekts – schon seit Jahrzehnten zum Standard. Dass sich diese Prüfung auch auf Umweltrisiken beziehen muss – dass also eine Environmental Due Diligence oder EDD durchgeführt wird – ist ebenfalls schon seit langer Zeit anerkannt.

Welche Themen bei der EDD aber im Zentrum stehen, welche umweltrelevanten Fragestellungen juristischer und technischer Natur bei einer spezifischen Transaktion relevant werden, diese Fragen haben sich in der Vergangenheit jedoch verändert und sie werden sich auch in Zukunft weiter wandeln.

Die nachfolgenden Ausführungen zeigen anhand von praktischen Erfahrungen der Autoren auf, wie sich die EDD von einem auf polizeirechtliche Umweltrechtskonformität ausgerichteten Fokus hin zu einem Ansatz gewandelt hat, in welchem eigenverantwortliches Handeln, Chancen und Risiken und eine umfassende ESG-Perspektive im Vordergrund stehen.

II. Environmental Due Diligence gestern

In der Vergangenheit wurden EDD's in der Schweiz in erster Linie bei Transaktionen von Betrieben ausgeführt, welche in hohem Masse umweltrelevante Tätigkeiten ausübten. Lärmintensive Aktivitäten, Industrieprozesse bei hohen Temperaturen welche zu Schadstoffemissionen in die Luft führten oder der Umgang mit wassergefährdenden Flüssigkeiten waren beispielsweise bei Unternehmen aus der Erdöl- und Treibstoffsparte, bei metallverarbeitenden Betrieben oder in der Papierindustrie allgegenwärtig. Die entsprechenden Prüfungen von Umwelttrisiken fokussierten deshalb in erster Linie auf die Einhaltung der jeweiligen durch Gesetz und Verordnung vorgeschriebenen Schutzmassnahmen und Grenzwerte für die verschiedenen Umweltgüter. Die wichtigsten Instrumente für die Auditoren bestanden deshalb neben eigenen branchenbezogenen Checklisten aus der Lärmschutz-¹, der Luftreinhalte-² und der Gewässerschutzverordnung³. Daneben richtete sich das Augenmerk auch stets auf die rechtskonforme Entsorgung der anfallenden Abfälle.

Diese Vorschriften gehören thematisch zum Polizeirecht, welches zum Schutz der Umwelt Ge- und Verbote aufstellt, Kontrollmechanismen definiert und die Nichteinhaltung der Vorschriften mit verwaltungs- oder strafrechtlichen Sanktionen bedroht.

Am Beispiel einer Stahlgießerei und deren Einwirkung auf das Schutzgut Luft erläutert bedeutet dies, dass die LRV Anforderungen an die Qualität der Abluft definiert und Grenzwerte beispielsweise für Amine und Schwefeldioxid definiert⁴. Zudem schreibt sie regelmässige Kontrollen vor⁵ und aus dem über-

¹ Lärmschutzverordnung vom 15. Dezember 1986 (LSV, SR 814.41).

² Luftreinhalte-Verordnung vom 16. Dezember 1985 (LRV, SR 814.318.142.1).

³ Gewässerschutzverordnung vom 28. Oktober 1998 (GSchV, SR 814.201).

⁴ Art. 3 i.V.m. Anhang 3 Ziff. 41 und 81 LRV.

⁵ Art. 12ff. LRV.

geordneten Umweltschutzgesetz (USG) ergibt sich, dass eine Überschreitung der anwendbaren Grenzwerte zu einer Sanierungspflicht führt⁶ und u.U. mit einer Busse bis CHF 20'000 geahndet werden kann⁷.

Im Rahmen einer EDD wurde deshalb stets geprüft, ob die Anlagen dieser Stahlgiesserei die erwähnten Grenzwerte einhalten und ob die geforderten behördlichen Kontrollen regelmässig stattfinden und die Ergebnisse vorschriftsgemäss dokumentiert und rapportiert werden. Im abschliessenden EDD-Bericht wurde dann eine entsprechende Aussage zur Umweltrechtskonformität gemacht und für den Fall einer sog. „Non-Compliance“ eine Beschreibung der notwendigen Massnahmen und damit verbundenen Kosten aufgeführt⁸.

III. Environmental Due Diligence heute

1. Üblicher Umfang einer EDD in der Schweiz

Die Prüfung der Umweltrechtskonformität, die Identifikation von Umwelt Risiken, das Erkennen des Handlungsbedarfs sowie die Quantifizierung der möglichen Kostenrisiken zählen natürlich auch bei einer heutigen EDD weiterhin zum Kern der Aktivitäten. Allerdings wurde die Palette der Themen, mit denen sich eine EDD befassen muss, wesentlich erweitert. Neben den traditionellen Immissions- und Abfallthemen (Umweltrelevante Bewilligungen, Abluft, Abfallentsorgung, Wasserentnahme und Abwasser, Lagerung von Gefahrstoffen, Störfallrisiken, Energie und CO₂, Lärm, Strahlung, Naturschutz, Brandschutz) gehören heute bei EDD's insbesondere folgende Fragestellungen üblicherweise zum scope of work:

a) *Altlasten*

Hier ist zu prüfen, ob durch den Betrieb in der Vergangenheit Abfall- und/oder Schadstoffbelastungen des Untergrunds oder des Grundwassers ent-

⁶ Art. 16 des Bundesgesetzes über den Umweltschutz vom 7. Oktober 1983 (Umweltschutzgesetz, USG, SR 814.01).

⁷ Art. 61 Abs. 1 Bst. a USG; im Vergleich zu europäischen Verhältnissen ist dieser Strafrahmen bescheiden und für die betroffenen Unternehmungen wiegt i.d.R. der mit einer Non-compliance verbundene Reputationsschaden schwerer; vgl. Zur zurückhaltenden Anwendung der Umwelt-Straftatbestände in der Praxis vgl. Lehmann, S. 122.

⁸ Abklärungen über Schadstoffe im Untergrund waren auch früher Teil jeder EDD; verlässliche Aussagen über damit verbundene Kostenrisiken lassen sich aber erst seit den frühen 90-er Jahren treffen, als sich der Vollzug von Art. 32c ff. USG in der Schweiz etablierte.

standen sind. Aufgrund der Haftungsbestimmungen im USG⁹ sind dabei nicht nur die Belastungen des im Zeitpunkt der Durchführung der EDD genutzten Betriebsareals von Bedeutung. Die Prüfung hat sich vielmehr auch auf ehemalige Betriebsstandorte und auf allfällige früher genutzte Deponiestandorte zu erstrecken.

In der Regel basieren die Ergebnisse einer Altlastenprüfung im Rahmen einer EDD auf der Einsicht in öffentlich verfügbare und interne schriftliche Informationen des Unternehmens, Interviews mit orts- und betriebskundigen Mitarbeitenden und einer Standortbesichtigung sowie auf der Kenntnis der Auditoren über Umweltrelevanzen der betroffenen Branche bzw. der angewendeten Prozesse (sog. Phase I).

Bei grossen Unsicherheiten betreffend Belastungen im Untergrund werden (vor oder nach dem Closing) zusätzliche technische Untersuchungen mit Probenahme und Analytik erforderlich (sog. Phase II genannt¹⁰).

b) Gebäudeschadstoffe

Insbesondere seit im schweizerischen Abfallrecht 2016 eine Bestimmung in Kraft getreten ist, welche eine Abklärung über umwelt- oder gesundheitsgefährdende Stoffe in den Abfällen eines Bauvorhabens zum Prüfgegenstand jedes Baubewilligungsverfahrens macht¹¹, gehört auch eine Prüfung von Gebäudeschadstoffen wie Asbest, PCB, PAK und Schwermetallen zum Standardumfang jeder EDD. Solche Schadstoffbelastungen der Bausubstanz können bei Um- und Rückbauarbeiten zu Bauverzögerungen und hohen Zusatzkosten führen. Sie stellen deshalb für jeden Käufer ein prioritär zu untersuchendes Risiko dar.

⁹ Art. 32d USG.

¹⁰ Die Begrifflichkeiten stammen aus zwei amerikanischen Standards, ASTM 1527-13 und ASTM-1903-19, die sich jedoch formal primär auf die Evaluation von Belastungen im Untergrund beziehen, und die v.a. im angelsächsischen Raum häufig angewendet werden (vergleichbar einer historischen Untersuchung gemäss Altlastenrecht in der Schweiz); allenfalls werden dort die zusätzlichen Umweltthemen als non-scope considerations mit betrachtet. In Europa werden EDD (bzw. Environmental Site Assessment ESA) eher basierend auf dem Standard ISO 14015 durchgeführt.

¹¹ Art. 16 der Verordnung über die Vermeidung und die Entsorgung von Abfällen vom 4. Dezember 2015 (Abfallverordnung, VVEA, SR 814.600); siehe dazu unten Ziff. [III.3.c](#).

c) *Naturgefahren*

Je nach geographischer Lage des Betriebsstandorts können auch Naturgefahren wie Erdbeben, natürliche Radioaktivität, Hochwasser, Lawinen oder Rutschungen Betriebsrisiken darstellen, welche es im Rahmen einer EDD abzuklären gilt. Entgegen einer weit verbreiteten Ansicht sind durch Erdbeben verursachte Schäden an Immobilien nur vereinzelt durch kantonale Gebäudeversicherungen gedeckt. Die Einführung einer obligatorischen Erdbebenversicherung wurde in der Schweiz jedoch schon verschiedentlich politisch diskutiert¹². Im Fokus der Risikobetrachtung stehen auch in diesem Bereich Immobilien die vor 1989 erstellt worden sind. Ab diesem Zeitpunkt wurden in der Schweiz Baunormen angewendet, die erdbebenrelevante Gesichtspunkte beinhalten.

2. **Ergänzende Themen im Einzelfall**

a) *Arbeitssicherheit/Health and Safety*

Eng verwandt mit umweltrelevanten Themen sind Aspekte der Arbeitssicherheit resp. des Gesundheitsschutzes. In beiden Bereichen geht es um den Schutz des Menschen vor schädlichen oder lästigen Einwirkungen. Während durch das Umweltrecht v.a. diejenigen Menschen vor anlagebedingten Risiken geschützt werden, die ausserhalb eines Betriebs leben¹³, zielen die arbeitsschutzrechtlichen Normen darauf ab, den jeweiligen Arbeitgeber zum Treffen aller Massnahmen zu verpflichten, die nach dem Stand der Technik erforderlich sind, um die Mitarbeitenden im Betrieb vor gesundheitlichen Schäden zu bewahren¹⁴.

Nicht ausreichende Arbeitsschutzmassnahmen in einem Betrieb können bei Unfällen zu Haftungsansprüchen und allenfalls sogar zu strafrechtlichen Konsequenzen führen. Um die Massnahmen dem Stand der Technik anzupassen müssen u.U. hohe Investitionen getätigt werden (z.B. für Maschinensicherheit oder Explosionsschutz) und es wird ein hoher Aufwand in personeller und zeitlicher Hinsicht erforderlich.

Im Rahmen eines Health & Safety Audits sind u.a. folgende Aspekte zu prüfen: Organisation der Arbeitssicherheit, Umsetzung der einschlägigen Richtlinie

¹² Vgl. Motion Fournier vom 09. Juni 2011, 11.3511, obligatorische Erdbebenversicherung.

¹³ Art. 1 USG.

¹⁴ Art. 6 des Bundesgesetzes über die Arbeit in Industrie, Gewerbe und Handel vom 13. März 1964 (Arbeitsgesetz, ArG, SR 822.11).

über den Beizug von Arbeitsärzten und anderen Spezialisten der Arbeitssicherheit¹⁵, Maschinenschutz, Explosionsschutz, Arbeiten mit erhöhtem Risiko, Schulungen der Mitarbeitenden, persönliche Schutzausrüstung, Arbeitshygiene, Unfallgeschehen etc.

b) *Produktesicherheit/Product Compliance*

Hier stehen Normen wie die REACH-Gesetzgebung der Europäischen Union¹⁶ oder das Bundesgesetz über die Produktesicherheit im Zentrum der Prüfung. Die Anforderungen von REACH können insbesondere bei Herstellern von Chemikalien eine hohe Relevanz aufweisen. Verwender („downstream users“) von Chemikalien sind in der Schweiz allenfalls indirekt betroffen. In der EU wird die Umsetzung von REACH im Rahmen von EDD oft mit beurteilt, in der Schweiz sinnvollerweise bei Herstellern von Chemikalien.

Regelungen, welche den Lebenszyklus eines Produkts betreffen, oder welche Vorgaben über die Reparierbarkeit oder Recyclingfähigkeit oder die spezifische Entsorgung eines solchen machen, gibt es in der Schweiz (noch) keine, werden aber im Zusammenhang mit dem Stichwort Kreislaufwirtschaft rege diskutiert¹⁷.

c) *Energie und CO₂*

Im Zeitalter des Klimawandels und begrenzter Energieressourcen haben Fragen nach dem CO₂-Fussabdruck eines Unternehmens und nach dessen Energiebilanz einen zunehmend hohen Stellenwert und stehen regelmässig auf gleicher Stufe mit dessen Umweltrisiken. Deshalb sind heute im Rahmen einer Due Diligence sehr häufig auch Informationen zu diesen Themen aufzubereiten.

Im Vergleich mit der eingangs geschilderten Überprüfung der Legal-Compliance im Bereich der Umweltthemen wie Lärm, Luft oder Gewässer ist es bei diesen neuen Prüfungsbereichen (abgesehen von spezifischen Regelungen für Grossverbraucher bzw. Unternehmen die verpflichtet sind, am Emissions-

¹⁵ Richtlinie 6508 der eidgenössischen Koordinationskommission für Arbeitssicherheit EKAS vom 14. Dezember 2006.

¹⁶ Verordnung (EU) 1907/2006 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Dezember 2006 zu Registration, Evaluation, Authorisation and Restriction of Chemicals (REACH), ABI L 136/3 vom 29. Mai 2007.

¹⁷ Vgl. dazu Sebastian Heselhaus, Rechtsvergleich bestehender rechtlicher Massnahmen in der Europäischen Union und ausgewählten Staaten sowie der Schweiz zur Förderung der Kreislaufwirtschaft im Konsumbereich, Gutachten im Auftrag des BAFU, 2019.

handel teilzunehmen¹⁸) nicht möglich zu beurteilen, ob ein Unternehmen hinsichtlich Energieverbrauch und CO₂ rechtskonform ist oder nicht. Die Rechtsvorschriften im Bereich Energie und Klima sind nämlich vorwiegend nicht polizeirechtlicher Natur. Zwar machen die geltenden Regelungen im Baurecht verbindliche Vorgaben über den Energieverbrauch bzw. den Einsatz von erneuerbaren Energien bei der Errichtung von neuen Gebäuden¹⁹. Wie viel CO₂ ein Industriebetrieb ausstossen oder wie viel Energie bei einem bestimmten industriellen Prozess verbraucht werden darf, wird jedoch nirgends gesetzlich normiert²⁰. Die Instrumente des Energierechts und des CO₂-Gesetzes bauen vielmehr auf (lediglich) behördenverbindliche Zielvorgaben²¹, freiwillige Reduktionsmassnahmen²² und vor allem auf eine Steuerung über finanzielle Anreize mittels einer Lenkungsabgabe auf fossilen Brennstoffen²³.

Insofern verschiebt sich der Fokus bei einer EDD, welche auch die Themen Energie und CO₂ adressiert, weg von der Beurteilung der Rechtskonformität hin zu einer Gewichtung von Chancen und Risiken im Zusammenhang mit Ressourcen und dem Einfluss des Betriebs auf das Klima.

3. **Rechtsentwicklung und Präjudizien im Zusammenhang mit belasteten Standorten und Abfällen**

Weil in der Schweiz nicht mehr so viele umweltrelevante Firmen produzieren und existieren und die meisten M&A-Transaktionen Betriebe aus dem Dienstleistungssektor betreffen, liegt ein Hauptaugenmerk bei EDD's heute oft bei den „Sünden der Vergangenheit“ und damit bei der Altlastenthematik. Es geht also um die Fragen, ob das zu transferierende Unternehmen heute für eigene

¹⁸ Vgl. Art. 15ff. des Bundesgesetzes über die Reduktion der CO₂-Emissionen vom 23. Dezember 2011 (CO₂-Gesetz, SR 641.71).

¹⁹ Vgl. z.B. für den Kanton Zürich die kürzlich in einer Volksabstimmung gutgeheissenen Regelungen in Art. 10a des kantonalen Energiegesetzes vom 19. Juni 1983 (EnerG, 730.1).

²⁰ Ausnahme: Verminderungsverpflichtungen zur Rückerstattung der CO₂-Abgabe gemäss Art. 31 CO₂-Gesetz.

²¹ Z.B. Art. 1 und 3 CO₂-Gesetz und Art. 1 – 3 des Energiegesetzes vom 30. September 2016 (EnG, SR 730.0).

²² So heisst es beispielsweise in Art. 46 EnG zum Energieverbrauch in Unternehmen: „Bund und Kantone setzen sich ein für eine sparsame und effiziente Nutzung der Energie in Unternehmen. Der Bund kann zu diesem Zweck Vereinbarungen mit Unternehmen über Ziele zur Steigerung der Energieeffizienz abschliessen. Die Kantone erlassen Vorschriften über den Abschluss von Vereinbarungen zwischen ihnen und Grossverbrauchern über Ziele zur Steigerung der Energieeffizienz und sehen Vorteile bei Abschluss und Einhaltung dieser Zielvereinbarungen vor.“

²³ Art. 29ff. CO₂-Gesetz.

oder allenfalls für fremde alte Belastungen des Untergrunds haftet, Sanierungen vornehmen oder die Kosten derselben tragen muss, und ob für die Transaktion eine Bewilligung einzuholen ist.

In diesem Zusammenhang sind u.a. folgende zwei Bestimmungen aus dem USG zu beachten:

Seit 2014 sind gemäss Art. 32d^{bis} Abs. 3 USG für die Übertragung von dinglichen Rechten an Grundstücken, welche im Kataster der belasteten Standorte eingetragen sind, kantonale Bewilligungen erforderlich. Wenn es sich um überwachungs- oder sanierungsbedürftige Standorte handelt, kann die Behörde die Bewilligung von der Sicherstellung der altlastenrechtlich notwendigen zukünftigen Kosten abhängig machen.

Weil diese Bestimmung nur dann zur Anwendung gelangt, wenn die Transaktion einen Eigentümerwechsel zur Folge hat, kommt sie nur bei Asset-Deals, nicht hingegen bei Share-Deals zur Anwendung.

Die zweite zentrale Bestimmung des Altlastenrechts ist diejenige über die Kostentragung in Art. 32d USG. Dazu stellen sich in der EDD-Praxis regelmässig zwei schwierige Fragen: Auf wessen Tätigkeiten sind die Belastungen des Untergrunds effektiv zurückzuführen, vor allem bei Arealen, die über lange Zeit von verschiedenen Firmen genutzt worden sind. Um dies beantworten zu können bedarf es in der Regel historischer Informationen über die Nutzung des Standorts und der Interpretation von Daten aus Analysen von Bodenproben und entsprechendes Knowhow. Die zweite wichtige Frage befasst sich mit der Verhaltensstörerhaftung bei der Umstrukturierung bzw. Rechtsnachfolge von Unternehmen.

a) Altlastenhaftung bei Geschäftsübernahme

Während die Rechtslage z.B. bei Fusionen relativ klar ist (hier geht die Verhaltensstörerhaftung der übertragenden Gesellschaft ohne Weiteres auf die übernehmende Gesellschaft über) war sie dies bei Vermögens- oder Geschäftsübertragungen nach Art. 181 aOR lange Zeit nicht. In einem Bundesgerichtsentscheid aus dem Jahr 2017 wurde diese Frage geklärt und entschieden, dass die Kostenpflicht eines Verhaltensstörers bei Universalsukzession durch Erbgang oder Geschäftsübernahme mit Aktiven und Passiven nach aArt. 181 OR auf den Rechtsnachfolger übergeht. Voraussetzung dazu ist, dass im Zeitpunkt

der Übernahme eine Rechtsgrundlage für die Haftung besteht. Für Einwirkungen auf Grundwasser und Oberflächengewässer besteht eine solche Rechtsgrundlage seit Inkrafttreten des Gewässerschutzgesetzes aus dem Jahr 1955²⁴.

b) Abfallinhaberschaft bei mehreren Grundstücknutzern

An dieser Stelle sei noch auf einen zweiten Bundesgerichtsentscheid hingewiesen, welcher für EDD-Prozesse ebenfalls von Bedeutung sein kann, gerade in Konstellationen, in denen mehrere Standortnutzer vorhanden sind (wie das z.B. oft bei Sale and Lease Back Geschäften vorkommt):

Ein Galvanikbetrieb, über welchen der Konkurs eröffnet worden war, liess in der von ihm gemieteten Werkstatt mit Säure, Lauge und Cyanid gefüllte Behandlungsbäder stehen. Das zuständige Amt für Umwelt stellte fest, dass die Bäder eine Gefahr für die Umwelt und die sich in der Umgebung aufhaltenden Menschen darstellen. Nachdem sich die Grundstückseigentümerin und Vermieterin der Werkstatt weigerte, die Chemikalien selber zu entsorgen, verfügte das Amt für Umwelt ersatzweise die Entsorgung der Chemikalien durch eine Drittfirma und auferlegte der Grundstückseigentümerin die Entsorgungskosten in Höhe von über CHF 125'000.-.

Gemäss USG obliegt die Entsorgung der Chemieabfälle dem Abfallinhaber²⁵. Dieser hat auch für die Kosten der Entsorgung aufzukommen²⁶. Als Abfallinhaber gilt dabei gemäss ständiger Rechtsprechung derjenige, der die tatsächliche Herrschaft über die Abfälle innehat, d.h. wer das faktische Vermögen hat, die Abfälle zu verwenden, zu verändern, zu zerstören, zu behalten oder weiterzugeben.

Im erwähnten Entscheid bestätigte das Bundesgericht die Auffassung des zuständigen Umweltamts, dass vorliegend die Grundstückseigentümerin als Abfallinhaberin ins Recht gefasst werden könne. Die Chemikalien seien mit Wissen und Willen der Vermieterin und gegen Entgelt auf deren Grundstück zum Einsatz gelangt. Dabei sei klar gewesen, dass die Chemikalien früher oder später als Abfälle entsorgt werden müssten, d.h. dass es sich um potenzielle bzw. künftige Abfälle handelte. Die Abfälle seien nicht etwa ohne das Zutun der Vermieterin auf das Grundstück gelangt, sie habe die Entstehung der Abfälle

²⁴ Urteil des Bundesgerichts 1C_170/2017 vom 7. September 2017, E. 5.3.

²⁵ Art. 31b und 31c USG.

²⁶ Art. 32 USG.

vielmehr mitverursacht. Dass die Entsorgung der Chemikalien gemäss dem Mietvertrag der Mieterin oblag, könne die Vermieterin im Verhältnis zum Gemeinwesen nicht entlasten²⁷.

Dieser Entscheid bedeutet in der Praxis, dass der Vermieter stets damit rechnen muss, für die Entsorgung von Abfällen haftbar gemacht zu werden, die bei seiner Mieterschaft im Rahmen des Mietzwecks entstehen. Dieser öffentlich-rechtlichen Haftung für die korrekte Entsorgung der Abfälle kann er sich nicht durch vertragliche Abmachungen mit der Mieterschaft entledigen. Dies gilt es bei der Wahl der Mieter (und insbesondere bei Sale and Lease back-Geschäften) zu bedenken und allenfalls bei der Festsetzung einer Kaution zu berücksichtigen.

c) *Angaben zur Entsorgung von Bauabfällen gemäss Art. 16 VVEA*

Wie bereits erwähnt war die Inkraftsetzung von Art. 16 VVEA für den Umgang mit schadstoffbelasteter Bausubstanz von sehr grosser Bedeutung. Diese Bestimmung schreibt vor, dass die Bauherrschaft der für die Baubewilligung zuständigen Behörde im Rahmen des Baubewilligungsgesuchs Angaben über die Art, Qualität und Menge der anfallenden Abfälle und über die vorgesehene Entsorgung machen muss, wenn Bauabfälle mit umwelt- oder gesundheitsgefährdenden Stoffen wie polychlorierte Biphenyle (PCB), polycyclische aromatische Kohlenwasserstoffe (PAK), Blei oder Asbest zu erwarten sind.

Die Erfahrung zeigt, dass mit den aufgezählten Substanzen in allen Bauten zu rechnen ist, die vor 1990 erstellt worden sind²⁸. Die Verwendung von asbesthaltigen Produkten war in der Schweiz erst ab diesem Zeitpunkt gesetzlich verboten.

IV. Environmental Due Diligence morgen

Wie wird eine EDD in Zukunft aussehen, welche Fragen stellen sich morgen in umwelt- und klimarechtlicher Hinsicht und welche naturwissenschaftlichen Themen werden in den nächsten Jahren von Interesse sein?

²⁷ Urteil des Bundesgerichts 1C_305/2018 vom 28. Februar 2019, E. 4.4.

²⁸ Vgl. dazu BAFU (Hrsg.) 2020: Bauabfälle. Ein Modul der Vollzugshilfe zur Verordnung über die Vermeidung und die Entsorgung von Abfällen (Abfallverordnung, VVEA), Ziff. 3.1 S. 10.

1. Rechtsetzungstendenzen im Umwelt- und Klimarecht

a) *Rechtsetzungsprogramm des BAFU*

Ein guter Überblick über zu erwartende Neuerungen im Umweltrecht ergibt sich aus dem Rechtsetzungsprogramm des Bundesamtes für Umwelt BAFU²⁹. Die aktuelle Version für die Jahre 2022 – 2025 zeigt eine ganze Reihe von punktuellen Anpassungen und Ergänzungen des bestehenden Rechts, z.B. in den Bereichen Chemikalien, Abfälle oder Gewässerschutz. Anlass für diese Neuerungen sind entweder die Veränderung des Stands der Technik, politische Vorstösse oder Rechtsentwicklungen in der EU.

Eine Tendenz, welche Umweltthemen in der Zukunft wichtiger werden, oder welche Bereiche inskünftig gänzlich neu normiert werden müssen, ergibt sich daraus jedoch nicht. Einzig der Hinweis auf die Umsetzung der parlamentarischen Initiative „Schweizer Kreislaufwirtschaft stärken“ geht in dieser Hinsicht etwas weiter und stellt (insbesondere was die Regelungen zur Ressourcenschonung betrifft) einen neuen Trend im Umweltrecht dar³⁰.

b) *Nanotechnologie*

Hinweise auf Rechtsentwicklungen können sich auch aus der Verwendung von technologischen Innovationen ergeben. Als Beispiel kann hier sicherlich die Nanotechnologie erwähnt werden. Die Forschung verspricht sich von diesen kleinen Teilen fast Wunderdinge und in der Praxis gibt es schon zahlreiche Produktanwendungen, in denen Nanotech enthalten ist. Das Recht tut sich aber schwer, mit dieser Entwicklung Schritt zu halten.

Dies belegen die Aussagen des für die Normierung zuständigen Bundesamtes für Gesundheit auf seiner website, wo festgehalten wird, dass zur Zeit erst geklärt werde, welche rechtlichen Anpassungen am heutigen Chemikalien-, Umwelt- und Heilmittelrecht für den Umgang mit Nanomaterialien nötig seien, und dass es zur Zeit keine Grenzwerte für Nanomaterialien oder nanospezifische Risikokategorien gebe³¹. Aus dem Bericht zum Abschluss des Aktionsplans „Synthetische Nanomaterialien“ ergibt sich, dass in den letzten Jahren im Schweizer Recht zwar einzelne nanospezifische Anpassungen vorgenom-

²⁹ Abrufbar unter <<https://www.bafu.admin.ch/bafu/de/home/themen/recht/rechtsetzung/rechtsetzungsprogramm-des-bafu.html>>.

³⁰ Vgl. Parlamentarische Initiative 20.433 der UREK N vom 19.05.2020.

³¹ <<https://www.bag.admin.ch/bag/de/home/gesund-leben/umwelt-und-gesundheit/chemikalien/nanotechnologie/rechtsetzung-und-vollzug.html>>.

men worden sind, dass eine umfassende Definition von Nanomaterialien aber erst dann normiert werden kann, wenn auf EU-Ebene entsprechende Regelungen vorliegen³².

c) *CO₂-Gesetz*

Auch was die Entwicklung im schweizerischen Klimarecht betrifft, ist es zur Zeit sehr schwierig abzuschätzen, wohin die Reise geht. In der Volksabstimmung über ein neues CO₂-Gesetz vom 13. Juni 2021 wurde einem ersten politisch ausgehandelten Kompromiss für Ziele und Massnahmen zum Klimaschutz in der Schweiz bis 2030³³ eine Abfuhr erteilt.

Weil der zeitliche Geltungsbereich einzelner Instrumente per Ende 2021 ausgelaufen wäre, hat das Parlament in der Zwischenzeit eine behelfsmässige Übergangslösung geschaffen und das geltende CO₂-Gesetz bis 2024 verlängert³⁴. Sodann hat der Bundesrat am 17. Dezember 2021 einen Entwurf für ein revidiertes CO₂-Gesetz in die Vernehmlassung geschickt³⁵. Er betonte dabei, dass in der neuen Vorlage die bewährten Instrumente weitergeführt werden sollen, und dass – um der Volksabstimmung vom Juni 2021 Rechnung zu tragen – auf die Einführung neuer Abgaben verzichtet wird.

Ob sich allerdings das Ziel einer Reduktion der Treibhausgasemissionen bis ins Jahr 2030 um mindestens 50 Prozent gegenüber 1990 ausschliesslich mit den bestehenden Instrumenten und mit wirkungsvollen Anreizen und gezielten Förderungen und Investitionen erreichen lässt, wird in der bevorstehenden politischen Debatte sehr umstritten sein.

Eine neue Herausforderung für Unternehmen stellt der per 1. Januar 2022 in Kraft getretene sechste Abschnitt zur kaufmännischen Buchführung, Art. 964a – 964c, des Obligationenrechts³⁶ dar. Im Rahmen des Gegenvorschlags zur abgelehnten Konzernverantwortungsinitiative werden Unternehmen nach Art. 964b OR verpflichtet, Rechenschaft über Umweltbelange, insbesondere über CO₂-Ziele, abzulegen. Unter die Berichterstattungspflicht fallen Auswirkungen

³² BAG/BAFU/BLV/SECO/Swissmedic, Bericht zum Abschluss des Aktionsplans „Synthetische Nanomaterialien“ vom 2. September 2020, Ziff. 3.3 und 4.1.

³³ Bundesgesetz über die Verminderung von Treibhausgasemissionen vom 25. September 2020 (CO₂-Gesetz), BBl 2020, 7847.

³⁴ Bundesgesetz über die Reduktion der CO₂-Emissionen, Änderung vom 17. Dezember 2021 (CO₂-Gesetz), BBl 2021, 2994.

³⁵ <<https://www.bafu.admin.ch/bafu/de/home/themen/recht/mitteilungen.msg-id-86492.html>>.

³⁶ Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 30. März 1911 (Obligationenrecht, OR, SR 220).

der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens auf den Menschen und die ihn umgebende Natur. Die Geschäftsleitung eines Unternehmens wird verpflichtet darzulegen, wie viele CO₂-Emissionen ihr Unternehmen (direkt sowie vor- und nachgelagert) ausstösst und wie ihr Unternehmen CO₂-Neutralität bis 2050 erreichen wird. Diese Rapportierungspflicht wird in der Schweiz ca. 250 Unternehmen betreffen. Das Eidgenössische Finanzdepartement wird voraussichtlich im Sommer 2022 eine Vernehmlassungsvorlage für eine separate Vollzugsverordnung vorlegen.³⁷

Es wird also noch eine Weile dauern bis absehbar wird, welche klimarechtlichen Rahmenbedingungen für eine EDD von morgen zu berücksichtigen sein werden.

2. Globale technische und gesellschaftliche Trends

In welche Richtung sich das Klima in Zukunft bewegen wird, zeigt der im August 2021 erschienene sechste Bericht der 1. Arbeitsgruppe des IPCC eindrücklich³⁸. Die Aussagen waren relativ klar, das Ausmass der durch menschliche Aktivitäten mit hoher Wahrscheinlichkeit beeinflussten extremen Wetterereignisse steigt stark an. Dies widerspiegelt sich auch in den Schadenstatistiken der Versicherer. Zudem hat das Wetter in der Schweiz im Sommer 2021 die Hauptaussagen des IPCC sehr gut bestätigt.

Wenn wir einen Blick auf die Klimapolitik des Bundes werfen, ist sicher das im Jahr 2019 beschlossene Indikative Ziel „Netto-Null“ zu erwähnen. Es ist unübersehbar, dass das Thema Klimaschutz und CO₂ in der näheren Zukunft massive Anstrengungen der ganzen Gesellschaft erfordert, die massive Umwälzungen mit sich bringen werden.

Unternehmen können einerseits unmittelbar durch die Folgen des Treibhauseffektes betroffen sein, z.B. aufgrund veränderter Naturgefahren (z.B. Permafrost, Hochwasser, intensivere Stürme) oder infolge von Überflutungen von Produktionsstätten wegen der Erhöhung des Meeresspiegels. Naturgefahren sind zwar im Scope einer EDD, hier wäre aber eine Ergänzung mit Blick in die Zukunft (Stichwort Anpassung an den Klimawandel) wünschbar.

³⁷ <<https://www.parlament.ch/centers/documents/de/bericht-kinderarbeit-bj-2019-11-19-d.pdf>>; <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-84741.html>>; Für weitere Ausführungen bezüglich der Umsetzungsproblematik siehe <<https://www.tagesanzeiger.ch/schweizer-unternehmen-kennen-ihren-co2-ausstoss-nicht-643168734078>>.

³⁸ IPCC, 2021: Climate Change 2021: The Physical Science Basis. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change.

Im Kontext der zu erwartenden Dekarbonisierung der Gesellschaft und Wirtschaft ist davon auszugehen, dass sich deren Folgen auch in einer Form auf Unternehmen auswirken können, die im Rahmen einer EDD nicht erfasst sind. Dazu gehört insbesondere die Einschätzung der Chancen und Risiken, die sich aus der Dekarbonisierung ergeben. Werden die Marktchancen der Produkte des Unternehmens zu- oder abnehmen, ist das Unternehmen technologisch und organisatorisch auf eine Dekarbonisierung vorbereitet oder besitzt das Unternehmen Patente, die beim Verzicht auf den Gebrauch von fossilen Brenn- oder Treibstoffen an Wert gewinnen könnten? Solche Fragen werden in nächster Zeit immer wichtiger.

Literaturverzeichnis

Lehmann Lorenz, Legal-Compliance im Umwelt-Wirtschaftsstrafrecht, in: Tagungsband zur 9. Schweizerischen Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht, Zürich 2017

Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

- 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**
12th 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.
- Band 220 **Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis**
23. Konferenz zu Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2020
HANS-JAKOB DIEM (Hrsg.), mit Beiträgen von Nicolas Birkäuser, Brice Bolinger, Hans-Jakob Diem, Dieter Gericke, Thomas Karg, Marcel Meinhardt, Frank Röhling, Franziska Stadtherr-Glättli, Marco Superina, Philippe A. Weber, 2022 – CHF 39.90.
- Band 221 **Rechnungswesen und Kapitalschutz im Strafrecht**
12. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2021
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Lorenz Garland, Lukas Glanzmann, Daniel Hostenstein, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Christian Krämer, Stefan Maeder, Nora Markwalder, David Zollinger, 2022 – CHF 39.90.

Weitere Publikationen und Monografien

Begegnungen

Beiträge von Assistierenden zum 50. Geburtstag von Thomas Gächter

KERSTIN NOELLE 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 Bringhen, 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 Schweizerische SPACs und De-SPAC-Transaktionen, Tipps und Tricks für Verhandlungen in M&A-Transaktionen, umweltrechtliche Aspekte in M&A-Transaktionen sowie die neuesten Entwicklungen im Bereich der öffentlichen Kaufangebote.

Mit Beiträgen von:

Daniel Aegerter
Hans-Jakob Diem
Frank Gerhard
Lorenz Lehmann
Alex Nikitine
Patrick Schmidt