



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:

Hans-Jakob Diem, Matthias Wolf

Neueste M&A-Entwicklungen – von Fachleuten kommentiert

25. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions
Tagungsband 2022



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:

Hans-Jakob Diem / Matthias Wolf

Neueste M&A-Entwicklungen – von Fachleuten kommentiert

25. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions
Tagungsband 2022

EIZ  Publishing



Neueste M&A-Entwicklungen – von Fachleuten kommentiert Copyright © by Hans-Jakob Diem und Matthias Wolf is licensed under a [Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/), except where otherwise noted.

© 2023 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

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

Verlag: EIZ Publishing (eizpublishing.ch)

Produktion, Satz & Vertrieb: buchundnetz.com

ISBN:

978-3-03805-598-3 (Print – Softcover)

978-3-03805-599-0 (PDF)

978-3-03805-600-3 (ePub)

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-598>

Version: 1.01 – 20230815

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar: <https://eizpublishing.ch/publikationen/neueste-ma-entwicklungen-von-fachleuten-kommentiert/>.

Vorwort

Am 13. September 2022 führte das Europa Institut an der Universität Zürich (EIZ) unter unserer Leitung das fünfundzwanzigste Seminar zum Thema Mergers & Acquisitions durch. Auch im vorliegenden Jubiläumsband werden sowohl private als auch öffentliche Transaktionen behandelt. Dieter Dubs und Fabienne Perlini-Frehner behandeln das Thema der unfreundlichen Übernahmen, die angesichts der aktuellen Marktbedingungen möglicherweise vor einer Renaissance stehen. Sodann wagt Hans-Jakob Diem aus Anlass des 25-jährigen Geburtstages der vorliegenden Reihe eine Rückschau auf die Entwicklungen im M&A-Bereich der letzten 25 Jahre. Mit Blick auf die Zukunft stellt Dieter Gericke neue, innovative Transaktionsformen vor, die den M&A-Alltag vielleicht schon bald mitbestimmen werden. Philippe Weber und Katalin Siklosi widmen sich dem Thema Carve-Out-Transaktionen, welche zum festen Bestandteil der M&A-Praxis geworden sind. Aus Litigation-Sicht arbeitet sodann Mariella Orielli ihre Erfahrungen zu den oft vereinbarten Schiedsgutachterverfahren auf. Alex Nikitine geht der heiklen Frage nach, wie Sanktionen und Sanktionsrisiken in M&A-Transaktionen zu adressieren sind. Schliesslich fassen Michael Maag und Sara Banelli in aller Kürze das Einmaleins der Unternehmensbewertung zusammen.

Für das gute Gelingen der Tagung und der Veröffentlichung des vorliegenden Bandes geht unser herzlicher Dank zunächst an die Referenten und Verfasser der Beiträge. Sodann danken wir namentlich den Mitarbeitern des Europa Instituts und dort im Speziellen Frau Sue Osterwalder, ohne deren tatkräftige Unterstützung auch dieser vorliegende Band nicht zustande gekommen wären.

Zürich, im März 2023

Hans-Jakob Diem/Matthias Wolf

Inhaltsübersicht

Unfreundliche Übernahmen – ausgewählte Aspekte 9

Dr. iur. DIETER DUBS, LL.M., Partner bei Bär & Karrer AG, Zürich
MLaw, FABIENNE PERLINI-FREHNER, Rechtsanwältin, LL.M., Counsel bei
Bär & Karrer AG, Zürich

25 Jahre Mergers & Acquisitions 35

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

Innovative Transaktionsformen 93

Dr. iur. DIETER GERICKE, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei
Homburger AG, Zürich
Dr. oec. ALEXANDER COCHARDT, Junior Associate bei Homburger AG, Zürich

Carve-out-Transaktionen 125

Dr. iur. PHILIPPE A. WEBER, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei
Niederer Kraft Frey AG, Zürich
lic. iur. KATALIN SIKLOSI, Rechtsanwältin, Senior Associate, Niederer
Kraft Frey AG, Zürich

Schiedsgutachten in M&A-Transaktionen: Wundermittel oder notwendiges Übel? 167

lic. iur. MARIELLA ORELLI, Rechtsanwältin, LL.M., Partnerin bei
Homburger AG, Zürich

Die „Russland-Sanktionen“ im Kontext von M&A-Transaktionen 185

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

Unternehmensbewertung in der Praxis 207

lic. oec. MICHAEL MAAG, Managing Director, Head of Investment
Banking Switzerland, Morgan Stanley, Zürich
SARA BANELLI, M.A., Executive Director, Investment Banking, Morgan Stanley, Zürich

Unfreundliche Übernahmen – ausgewählte Aspekte

Dieter Dubs/Fabienne Perlini-Frehner

Inhalt

I.	Einleitung	10
1.	Abgrenzung freundliche/unfreundliche Übernahmen	10
2.	Entscheidungskriterien für Vorgehensweise („abgestimmt“ oder „unfreundlich“)	10
II.	Kontrollausübungshindernisse	12
1.	Ausgangslage	12
2.	Knackpunkt Generalversammlung	13
III.	Abwehrmassnahmen	15
1.	Grundlagen	15
a)	Definition	15
b)	Anzeigepflicht gegenüber der Übernahmekommission	16
c)	Offenlegungs- /Informationspflicht gegenüber den Angebotsempfängern	17
2.	Gesetzeswidrige Abwehrmassnahmen	18
a)	Zweck und Reichweite der Beschränkung	18
b)	Vorbehalt von Generalversammlungsbeschlüssen	20
c)	Vorabbeschlüsse im Besonderen	21
3.	Unzulässige Abwehrmassnahmen	23
a)	Reichweite der Kompetenz der Übernahmekommission	23
b)	Zeitlicher Anwendungsbereich	24
c)	Offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts	25
d)	Kasuistik	27
IV.	Bewertung illiquider Aktien	28
1.	Grundlagen	28
2.	Problematik bei unfreundlichen Übernahmen und möglicher Lösungsansatz	29
	Literaturverzeichnis	32

I. Einleitung

1. Abgrenzung freundliche/unfreundliche Übernahmen

Ob eine Übernahme als freundlich oder unfreundlich¹ qualifiziert, hängt in der Regel davon ab, ob der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den Aktionären² das Angebot zur Annahme empfiehlt oder nicht. Gemäss Art. 30 Abs. 3 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1) kann der Verwaltungsrat in seinem Bericht empfehlen, das Angebot anzunehmen oder es zurückzuweisen (resp. die Aktien nicht anzudienen und im Rahmen des Angebots zu verkaufen), oder er kann eine neutrale Position einnehmen und lediglich die Vor- und Nachteile des Angebots darlegen, ohne eine Empfehlung abzugeben. Im Falle einer negativen Annahmempfehlung wird der Begriff „unfreundliche Übernahme“ verwendet.

Als nicht abgestimmt und unfreundlich eingeleitet gilt ein Angebot zudem, wenn die Anbieterin die Voranmeldung, bzw. wenn keine solche publiziert wird, den Angebotsprospekt veröffentlicht, ohne dass die Veröffentlichung mit der Zielgesellschaft abgesprochen wurde. Informiert die Anbieterin den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft vorgängig mittels eines sog. Letter of Interest über ihr Interesse an einer potenziellen Übernahme, so ist ausschlaggebend, ob der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft der Anbieterin im Rahmen des Vorprozesses gestützt auf den (allenfalls nachgebesserten) indikativen Angebotspreis Zugang zu einer Due Diligence gewährt. Ist dies der Fall, kommt es in aller Regel zu einer freundlichen Übernahme (selbst wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den ersten indikativen Preis ablehnt). Gewährt der Verwaltungsrat keinen Zugang zu einer Due Diligence und veröffentlicht die Anbieterin im Anschluss nichtsdestotrotz eine Voranmeldung bzw. einen Angebotsprospekt, handelt es sich um eine unfreundliche Übernahme.

2. Entscheidungskriterien für Vorgehensweise („abgestimmt“ oder „unfreundlich“)

Ist eine potenzielle Anbieterin an der Übernahme einer konkreten Zielgesellschaft interessiert, so stellt sich relativ früh in der Planungsphase das Thema, welche Vorgehensweise für eine erfolgreiche Übernahme am besten geeignet ist. Für die Wahl der Vorgehensweise können verschiedene Aspekte eine

¹ Zum Teil wird auch der Begriff „feindliche“ Übernahme verwendet.

² Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird nachfolgend entweder die männliche oder die weibliche Form verwendet, wobei Personen anderen Geschlechts jeweils mitumfasst sind.

Rolle spielen und relevant sein. Zu den relevanten Entscheidungskriterien gehören regelmässig in den Statuten verankerte Kontrollausübungshindernisse wie eine Prozentvinkulierung (gemäss Art. 685d Abs. 1 des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220)) oder eine Stimmrechtsbeschränkung (im Sinne des Art. 692 Abs. 2 OR). Je nach der entsprechenden Ausgestaltung der Statuten können solche statutarischen Kontrollausübungshindernisse dazu führen, dass aufgrund der damit einhergehenden Verhandlungsmacht des Verwaltungsrates nur ein abgestimmtes Vorgehen in Frage kommt (siehe unten, [II](#)). Dasselbe gilt grundsätzlich auch für sog. Vorabbeschlüsse der Generalversammlung im Sinne von Art. 132 Abs. 2 des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastukturgesetz, FinfraG, SR 958.1; siehe dazu im Detail unten, [III.2.c](#)).

Des Weiteren kann die Aktionärsstruktur ein ausschlaggebendes Entscheidungskriterium darstellen, insbesondere wenn es einen Grossaktionär gibt, auf dessen Unterstützung resp. Andienung die potenzielle Anbieterin insofern angewiesen ist, als dieser Aktionär infolge seiner Beteiligung eine vollständige Übernahme (durch einen squeeze-out) verhindern kann. In einem solchen Fall stellt sich immer vor allem das Thema, mit wem die Anbieterin zuerst in Kontakt treten soll – mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft oder dem Grossaktionär. Findet der Erstkontakt mit dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft statt, so wird dieser versuchen den Prozess zu bestimmen und darauf hinwirken, dass ein Non-Disclosure Agreement (NDA) abgeschlossen wird mit einer Standstill-Klausel und einem Verbot, ohne ausdrückliche Zustimmung des Verwaltungsrates mit (Gross-)Aktionären in Kontakt zu treten. Ab einer gewissen Beteiligungsgrösse (+/- 25% der Stimmrechte) entscheidet jedoch der Grossaktionär über den Erfolg eines potenziellen Übernahmeangebots und die Anbieterin wird zuerst diesen kontaktieren und erst in einem zweiten Schritt – sofern sie sich mit dem Grossaktionär einigen konnte – auf den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zugehen. Denn ein Grossaktionär mit einer solch erheblichen Beteiligung ist in der Regel auch in der (faktischen und rechtlichen) Lage, erheblichen Druck auf den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auszuüben (sollte er ein Angebot mit einem bestimmten indikativen Angebotspreis aus seiner Sicht als attraktiv beurteilen).

Weitere relevante Entscheidungskriterien können das Bestehen einer statutarischen Opting-out Klausel, die Zusammensetzung des Verwaltungsrates, der aktuelle Geschäftsgang der Zielgesellschaft (auch im Vergleich zu den Peers) oder die Illiquidität der Aktie der Zielgesellschaft im Sinne des Übernahmerechts sein.

II. Kontrollausübungshindernisse

I. Ausgangslage

In der Schweiz sind Vinkulierungsbestimmungen und Stimmrechtsbeschränkungen bei Publikumsgesellschaften nach wie vor relativ weit verbreitet. In den letzten Jahren ist der Druck des Kapitalmarktes in Richtung Abschaffung solcher Statutenbestimmungen jedoch gewachsen. Auch wenn vor dem Hintergrund des von Kapitalmarktteilnehmern hoch gehaltenen Grundsatzes „one share one vote“ verpönt, können solche Statutenbestimmungen der Zielgesellschaft in einem Übernahmeszenario erhebliche preisliche Vorteile für die Aktionäre der Zielgesellschaft bewirken.³

Die Anbieterin muss im Falle einer statutarischen Vinkulierung und/oder Stimmrechtsbeschränkung die Aufhebung der entsprechenden Statutenbestimmung(en) regelmässig zu einer Angebotsbedingung erheben, damit sie das Stimmrecht an sämtlichen erworbenen bzw. zu erwerbenden Aktien der Zielgesellschaft (nach dem Vollzug des Angebots) ausüben kann. Gemäss ständiger Praxis der Übernahmekommission sind derartige Bedingungen bis zum Vollzug des Angebots, längstens jedoch bis zur nächsten (ausserordentlichen) Generalversammlung der Zielgesellschaft, zulässig, und zwar sowohl im Falle eines freiwilligen als auch im Falle eines Pflichtangebots.⁴ Aus übernahmerechtlicher Sicht sind solche Angebotsbedingungen also nicht weiter problematisch – das Problem liegt vielmehr darin, dass die Anbieterin nicht nur gezwungen wird, die für die Aufhebung der entsprechenden Statutenbestimmung(en) erforderliche Generalversammlung irgendwie in das Übernahmeverfahren einzugliedern⁵, sondern auch – und zwar im Falle eines unabgestimmten Angebots – den Proxy Fight über die entsprechenden Statutenänderungen „gewinnen“ muss.

³ Dubs, 43.

⁴ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 13, N 81; statt vieler Verfügung 630/01 der Übernahmekommission i.S. gategroup Holding AG vom 19. Mai 2016, E. 6.6; umgekehrt ist es auch zulässig, die Nichteinführung einer Vinkulierungsklausel oder Stimmrechtsbeschränkung als Angebotsbedingung vorzusehen (vgl. Verfügung 624/01 der Übernahmekommission i.S. Syngenta AG vom 2. Februar 2016, E. 3.4; Empfehlung 0243/01 der Übernahmekommission i.S. Leica Geosystems Holdings AG vom 22. Juni 2005, E. 3.4).

⁵ Dubs, 43.

2. Knackpunkt Generalversammlung

Für die Anbieterin stellt sich die Frage, wie die für die Aufhebung oder Änderung der statutarischen Vinkulierungsklausel und/oder Stimmrechtsbeschränkung erforderliche Generalversammlung einberufen bzw. ein entsprechender Verhandlungsgegenstand traktandiert werden kann. Verfügt die Anbieterin bereits vor Lancierung des Angebots über eine grössere Beteiligung an der Zielgesellschaft, so kann sie gegebenenfalls gestützt auf Art. 699 Abs. 3 Ziff. 1 OR die Einberufung einer Generalversammlung verlangen oder den Zeitplan der Übernahme so auf die ordentliche Generalversammlung abstimmen, dass sie an dieser die Traktandierung eines entsprechenden Verhandlungsgegenstandes verlangen kann (Art. 699b Abs. 1 Ziff. 1 OR). Ein solches Vorgehen setzt jedoch eine erhöhte Risikobereitschaft der Anbieterin voraus, da sie ohne Kenntnis über das Zustandekommen des Angebotes in die Zielgesellschaft investieren muss, unterwirft die Anbieterin vor allem aber je nach dem zusätzlich auch zeitlichen Einschränkungen.⁶

Ist die Anbieterin nicht (oder nur mit einer kleinen Beteiligung) an der Zielgesellschaft beteiligt, stellt sich die Frage, ob der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft verpflichtet ist bzw. gezwungen werden kann, eine Generalversammlung einzuberufen oder die Änderung der Statuten an der nächsten Generalversammlung zu traktandieren. Eine solche Pflicht kann allenfalls aus der Treuepflicht des Verwaltungsrates im Kontext eines öffentlichen Übernahmeangebots⁷ oder der Pflicht zur Wahrung des Gesellschaftsinteresses abgeleitet werden. Handelt es sich aber um ein nicht abgestimmtes Angebot – sei es, weil nach der Beurteilung des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft der Angebotspreis in finanzieller Hinsicht nicht fair und angemessen ist oder das Angebot aus anderen Gründen nicht im Interesse der Gesellschaft ist – muss nach der hier vertretenen Auffassung der Verwaltungsrat nicht „freiwillig“ eine Generalversammlung einberufen resp. das Traktandum „Statutenänderung“ aufnehmen, damit die entsprechende Angebotsbedingung in Erfüllung gehen kann (auch wenn damit der Verwaltungsrat von vornherein nicht die Grundlage bereit stellt, dass die Aktionäre über die Annahme des Angebots „frei“ entscheiden können).

Unabhängig davon, wie die für die Abschaffung der relevanten Statutenbestimmung(en) erforderliche Generalversammlung einberufen wird, ist die Vorverlagerung des Entscheids über das Zustandekommen des Angebots – an-

⁶ Dubs, 43.

⁷ So im Zusammenhang mit Abwehrbeschlüssen Bertschinger, 331, mit der Begründung, dass den Aktionären anlässlich eines Übernahmeangebots ein Diskussionsforum und eine Beschlussmöglichkeit geboten werden soll.

stelle der Annahmeentscheidung aller Aktionäre als Angebotsempfänger entscheidet vorweg die Generalversammlung – rechtlich relevant. Denn diese Vorverlagerung führt zu einer erheblichen Steigerung der Einflussmöglichkeiten des Verwaltungsrates und erhöht die Gefahr von Abwehrbeschlüssen und von sog. Proxy Fights. Das Beschlussfassungsergebnis bzw. das Risiko eines Proxy Fights kann der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft über die Führung des Aktienbuches zu einem gewissen Grad beeinflussen – insbesondere weil sich das Aktionariat nach Veröffentlichung eines Übernahmeangebots jeweils stark verändert (und sich die „neu eintretenden“ Aktionäre eventuell gar nicht oder zu spät (Stichtag) im Aktienbuch eintragen lassen).⁸ Eine gewisse „Stimmenkontrolle“ durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft kann auch durch die Anwendung einer Gruppen-Stimmrechtsbeschränkung erfolgen.

Vor dem Hintergrund dieser nicht zu unterschätzenden Verhandlungsmacht des Verwaltungsrates drängt sich bei Zielgesellschaften mit einer bestehenden Vinkulierungsklausel und/oder Stimmrechtsbeschränkung in der Praxis regelmässig ein abgestimmtes Vorgehen auf. Die Anbieterin wird versuchen, vor Veröffentlichung eines Übernahmeangebotes eine Einigung mit der Zielgesellschaft über die Übernahme zu finden, dies v.a. auch zwecks Beseitigung der statutarischen Kontrollausübungshindernisse, wobei der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eine Einigung in der Regel vom Angebotspreis abhängig machen wird.⁹

Aus Sicht des Verwaltungsrates kann eine Vinkulierungsklausel oder Stimmrechtsbeschränkung im Übernahmekontext also durchaus Vorteile bringen. Je nach Ausgestaltung ist eine solche Bestimmung auch aus Corporate Governance Sicht unproblematisch. Als Beispiel sei eine Stimmrechtsbeschränkung bei 15% oder 20% genannt. Selbst mit einer entsprechenden statutarischen Regelung wird ein Aktionär mit einer solchen oder höheren Beteiligung an einer Publikumsgesellschaft die Generalversammlung in aller Regel massgeblich beeinflussen (wenn nicht sogar beherrschen), weshalb das Prinzip „one share one vote“ weitgehend verwirklicht wird.

⁸ Siehe zum Ganzen Dubs, 43.

⁹ Dubs, 43.

III. Abwehrmassnahmen

I. Grundlagen

a) *Definition*

Gemäss gefestigter Praxis der Übernahmekommission gelten als Abwehrmassnahmen „alle Handlungen der zuständigen Organe, die bei objektiver Betrachtungsweise geeignet sind, eine unerwünschte Übernahme zu erschweren oder zu verhindern“¹⁰. Eine subjektive Verteidigungsabsicht ist nicht erforderlich, d.h. es ist unerheblich, ob die Zielgesellschaft eine Massnahme zwecks Abwehr einsetzt oder nicht.¹¹ Ebenso wenig relevant sind im Grundsatz der Umfang und die Auswirkungen einer Massnahme.¹² Diesbezüglich hat die Übernahmekommission in einer Empfehlung allerdings festgehalten, dass die Information über die geschäftliche und finanzielle Entwicklung anlässlich einer Medien- und Analystenkonferenz nicht als Abwehrmassnahme einzustufen sei, da sie „nicht in unmittelbarem Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot [stehe] und [...] nicht die erforderliche Intensität [erreiche], um sie als das Angebot erschwerend erscheinen zu lassen“¹³. Entsprechend scheinen Massnahmen, denen eigentlicher De-minimis Charakter zukommt, von vornherein nicht als Abwehrmassnahmen zu qualifizieren.¹⁴

Unterschieden wird zwischen zulässigen, unzulässigen, gesetzmässigen und gesetzwidrigen Abwehrmassnahmen (siehe dazu unten, [III.2.](#) und [3.](#)). Letztere sind in Art. 36 UEV i.V.m. Art. 132 Abs. 2 FinfraG geregelt, die unzulässigen Abwehrmassnahmen in Art. 37 UEV i.V.m. Art. 132 Abs. 3 FinfraG.

¹⁰ Statt vieler Verfügung 730/01 der Übernahmekommission i.S. Alpiq Holding AG vom 28. Mai 2019, Rz. 57.

¹¹ Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Sulzer AG vom 29. März 2001, E. 2.1 und 2.2; Schenker, 604; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 6, m.w.H.; BSK FINMAG/FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 FinfraG, N 10b.

¹² Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Sulzer AG vom 29. März 2001, E. 2.1 und 2.2; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 6, m.w.H.

¹³ Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Implenia AG vom 20. Dezember 2007, E. 2.2.6.

¹⁴ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 6.

b) *Anzeigepflicht gegenüber der Übernahmekommission*

Gemäss Art. 35 UEV muss die Zielgesellschaft der Übernahmekommission ab Veröffentlichung des Angebotes jede Abwehrmassnahme, welche sie einzusetzen gedenkt, im Voraus anzeigen. Die Anzeigepflicht erstreckt sich auf sämtliche Abwehrmassnahmen, d.h. sowohl zulässige, unzulässig, gesetzeswidrige als auch offensichtlich gesetzmässige Abwehrmassnahmen müssen der Übernahmekommission angezeigt werden.¹⁵ Die Anzeigepflicht soll der Übernahmekommission ermöglichen zu beurteilen, ob eine geplante Abwehrmassnahme zulässig bzw. gesetzmässig ist, und, falls nicht, rechtzeitig einzugreifen, bevor die Massnahme Wirkung entfaltet.¹⁶

Gemäss dem Wortlaut müssen nur Abwehrmassnahmen angezeigt werden, welche die Zielgesellschaft einzusetzen gedenkt. Im Einzelfall kann die Beurteilung, ob der Wille der Gesellschaft zur Einsetzung einer Abwehrmassnahme genügend konkret ist, um die Anzeigepflicht auszulösen, schwierig sein. U.E. dürfte die Planung und Erarbeitung von Massnahmen und Handlungsalternativen die Anzeigepflicht nicht auslösen, sondern erst ein Beschluss des Verwaltungsrates, eine bestimmte Abwehrmassnahme einzusetzen.¹⁷ In Bezug auf statutarische Vinkulierungs- und Stimmrechtsbeschränkungen stellt sich die Frage, ob das Bestehen solcher Bestimmungen allein bereits eine Anzeigepflicht auslöst¹⁸ oder erst ein konkreter Beschluss des Verwaltungsrates, die Nichteintragung oder Beschränkung der Stimmrechte des Anbieters in Erwägung zu ziehen.¹⁹ U.E. muss vor dem Hintergrund des Zwecks der Anzeigepflicht – nämlich der Möglichkeit eines rechtzeitigen Eingreifens seitens der Übernahmekommission – letzteres gelten, denn die Übernahmekommission hat gar keine Möglichkeit, gegen eine Statutenbestimmung als solche vorzugehen. Zudem sind die Statuten von kotierten Gesellschaften ohnehin öffentlich zugänglich.

¹⁵ Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Implenia AG vom 20. Dezember 2007, E. 2.1.1.2; Empfehlung I i.S. SIG Holding AG vom 26. Oktober 2006, E. 5.4.1 und E. 5.4.3.

¹⁶ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 3.

¹⁷ So auch Schenker, 605 f.; Böckli, § 7 N 179 und 217a; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 8.

¹⁸ Statutarische Vinkulierungs- und Stimmrechtsbeschränkungen wurden in der Vergangenheit von Verwaltungsräten im Verwaltungsratsbericht unter dem Titel der Abwehrmassnahmen aufgeführt (siehe Empfehlung XII i.S. SIG Holding AG vom 16. Februar 2017, E. 1.2.3.3).

¹⁹ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 9.

Was den zeitlichen Geltungsbereich der Anzeigepflicht betrifft, wird in der Übernahmeverordnung nur deren Beginn geregelt, nicht jedoch wann die Anzeigepflicht endet. Die Anzeigepflicht beginnt im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebots, d.h. der Veröffentlichung der Voranmeldung, bzw. wenn keine solche publiziert wird, des Angebotsprospekts. Diesbezüglich ist jedoch zu beachten, dass auch die Durchführung bzw. der Vollzug von Abwehrmassnahmen der Anzeigepflicht unterliegt.²⁰ Entsprechend sind der Übernahmekommission auch Abwehrmassnahmen anzuzeigen, welche bereits vor der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebotsprospekts beschlossen worden sind.

In Bezug auf das Ende der Anzeigepflicht ist u.E. eine Anwendung derselben bis zum Vollzug sinnvoll. Zwar wird die Zielgesellschaft im Falle des Zustandekommens des Angebots – welches gemäss Art. 13 Abs. 5 UEV in der Regel spätestens in der definitiven Meldung des Zwischenergebnisses kommuniziert werden muss – kaum noch Abwehrmassnahmen beschliessen oder durchführen. Vor dem Hintergrund allfälliger bis zum Vollzug geltender Angebotsbedingungen und der Tatsache, dass die Anbieterin Massnahmen der Zielgesellschaft bis zum Vollzug weder in Erfahrung bringen noch unterbinden kann, scheint eine Anwendung der Anzeigepflicht bis zum Vollzug jedoch gerechtfertigt.²¹

c) Offenlegungs-/Informationspflicht gegenüber den Angebotsempfängern

Gemäss Art. 31 UEV gibt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft in seinem Bericht „gegebenenfalls an, welche Abwehrmassnahmen die Zielgesellschaft zu ergreifen beabsichtigt oder bereits ergriffen hat, und erwähnt die Beschlüsse der Generalversammlung, welche in Anwendung von Artikel 132 Absatz 2 FinfraG gefasst wurden“. Während die Anzeigepflicht gemäss Art. 35 UEV die verfahrensmässige Involvierung der Übernahmekommission zwecks Gewährleistung der Aufsicht regelt, dient diese Bestimmung der Transparenz gegenüber den Angebotsempfängern und soll diesen ermöglichen, sich ein Bild über die Erfolgchancen des Angebots zu machen.²²

²⁰ Empfehlung I der Übernahmekommission i.S. SIG Holding AG vom 26. Oktober 2006, E. 5.4.2; Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Implenia AG vom 20. Dezember 2007, E. 2.1.2.1.

²¹ Für eine Anwendung der Anzeigepflicht bis mindestens zur Publikation des definitiven Endergebnisses Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 35, N 12, welche aber auch eine Anzeigepflicht bis zum Vollzug als gerechtfertigt erachten.

²² Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 31, N 6 ff.

Aufgrund der sehr weiten Auslegung des Begriffs „Abwehrmassnahme“ durch die Übernahmekommission und der Irrelevanz einer subjektiven Abwehrabsicht kann nicht ausgeschlossen werden, dass im Bericht des Verwaltungsrates Massnahmen selbst im Fall eines freundlichen Angebots als „Abwehrmassnahmen“ aufgeführt werden müssen. Tschäni/Iffland/Diem weisen zurecht darauf hin, dass dies insbesondere dann paradox erscheint, wenn es sich um mit der Anbieterin abgestimmte Massnahmen handelt.²³

2. Gesetzeswidrige Abwehrmassnahmen

a) *Zweck und Reichweite der Beschränkung*

Art. 132 Abs. 2 FinfraG untersagt dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, von der Veröffentlichung des Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses²⁴ Rechtsgeschäfte zu beschliessen, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert würde. Dabei wird nicht unterschieden, ob es sich um ein freundliches oder unfreundliches Angebot handelt.²⁵ In Art. 36 UEV wird die Generalklausel konkretisiert; gemäss Abs. 1 umfasst der Aktiv- und Passivbestand der Zielgesellschaft auch Ausserbilanzpositionen und Abs. 2 enthält eine nicht abschliessende Aufzählung gesetzeswidriger Massnahmen. Nach Sinn und Zweck der Regelung betrachtet die Übernahmekommission Transaktionen der Zielgesellschaft im laufenden Geschäftsgang, soweit sich diese im üblichen Rahmen bewegen, nicht als gesetzeswidrige Abwehrmassnahmen.²⁶

Mit der Regelung von Art. 132 Abs. 2 FinfraG i.V.m. Art. 36 UEV soll der Einfluss von Interessenkonflikten ausgeschaltet werden, und zwar sowohl von Konflikten zwischen persönlichen Interessen der Verwaltungsräte und denjenigen der Aktionäre als auch zwischen dem vom Verwaltungsrat zu verfolgenden

²³ BSK FINMAG/FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 FinfraG, N 10c.

²⁴ Gemäss überwiegender Lehre und Praxis greift die Beschränkung von Art. 132 Abs. 2 des Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastukturgesetz, FinfraG, SR 958.1) ab Veröffentlichung der Voranmeldung, bzw. wenn keine solche publiziert wird, des Angebotsprospekts (sog. Stichtagsprinzip; siehe z.B. Verfügung 638/03 der Übernahmekommission i.S. Charles Vögele Holding AG vom 18. Oktober 2016, E. 8.3.2; zudem statt vieler Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 30 ff.). In Bezug auf das Ende der Kompetenzbeschränkung ist unklar, ob diese bis zur Publikation des Zwischenergebnisses oder des (definitiven) Endergebnisses gilt (siehe zu den verschiedenen Lehrmeinungen Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 34, sowie Moser, 221 ff.).

²⁵ BSK FINMAG/FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 FinfraG, N 15.

²⁶ Verfügung 648/02 der Übernahmekommission i.S. Pax Anlage AG vom 9. März 2017, E. 10.2.

Gesellschaftsinteresse und kurzfristigen Aktionärsinteressen.²⁷ Ganz generell „soll verhindert werden, dass der Verwaltungsrat den Ausgang des Übernahmeangebots präjudiziert und dadurch den Aktionären verunmöglicht, selbst in vollem Umfang über das Zustandekommen oder das Scheitern des Angebots zu entscheiden“²⁸. Entsprechend diesem Zweck vermag selbst die Zustimmung des Anbieters die Handlungsbeschränkung (zumindest grundsätzlich) nicht aufzuheben.²⁹

Der Zweck von Art. 132 Abs. 2 FinfraG verlangt zudem, dass die Beschränkung auch für die Geschäftsleitung oder Dritte gelten muss, welche Abwehrmassnahmen gestützt auf eine Kompetenzdelegation des Verwaltungsrates wahrnehmen.³⁰ Schliesslich ergibt sich sowohl aus dem Zweck der Bestimmung als auch aus Art. 36 Abs. 2 lit. a UEV³¹, dass Adressatin der Bestimmung nicht nur die Zielgesellschaft als Gesellschaft im technischen Sinn sein kann, sondern auch Handlungen ihrer Tochtergesellschaften erfasst sein müssen³², selbst wenn diese im Ausland inkorporiert sein sollten. Dieser sachliche und örtliche Anwendungsbereich der Norm wird von ihrem Regelungszweck zwingend verlangt. Internationalprivatrechtlich handelt es sich um eine IPR-Sachnorm.

Entgegen dem Wortlaut geht es gemäss Praxis der Übernahmekommission bei Art. 132 Abs. 2 FinfraG nicht bloss um den Beschluss von Rechtsgeschäften durch den Verwaltungsrat, sondern jegliches Exekutivverhalten und somit grundsätzlich auch die Durchführung und der Vollzug von Beschlüssen, welche der Verwaltungsrat vor Veröffentlichung des Angebots gefasst hat, sind von der Beschränkung umfasst.³³ Eine Abweichung von diesem Grundsatz kann gemäss der Praxis der Übernahmekommission nur bei Vorliegen ausserordentlicher Umstände gerechtfertigt sein.³⁴ So z.B. wenn bereits ein verbindlicher Vertrag abgeschlossen wurde oder die Rechtshandlungen nach aussen

²⁷ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 10, m.w.H.

²⁸ Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Implenia AG vom 20. Dezember 2007, E. 2.1.1.1.

²⁹ Empfehlung XIV i.S. SIG Holding AG vom 5. März 2007, E. 1.2.4.

³⁰ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 17.

³¹ Abgestellt wird auf den konsolidierten Jahres- oder Zwischenabschluss.

³² Frauenfelder, 122 f.; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 18.

³³ So die Übernahmekommission erstmals in Empfehlung 0243/01 i.S. Leica Geosystems Holdings AG vom 22. Juni 2005, E. 2.5, m.w.H.

³⁴ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 14.

einen solchen Grad an Konkretisierung bzw. rechtlicher Bindung erreicht haben, dass ein Abbruch zu einer Schadenersatzpflicht Seitens der Zielgesellschaft oder einem Reputationsschaden führen würde.³⁵

b) *Vorbehalt von Generalversammlungsbeschlüssen*

Beschlüsse der Generalversammlung sind gemäss Art. 132 Abs. 2 FinfraG explizit von dieser Beschränkung ausgenommen und dürfen ausgeführt werden, und zwar unabhängig davon, ob sie vor oder nach Veröffentlichung des Angebots gefasst wurden. In Anwendung dieser Regel erklärt Art. 36 Abs. 2 UEV nur solche Geschäfte für gesetzeswidrig, welche „ausserhalb eines Beschlusses der Generalversammlung“ vorgenommen werden. Gemäss einhelliger Lehre und Praxis dürfen mit Genehmigung der Generalversammlung selbst Massnahmen, welche aufgrund der aktienrechtlichen Kompetenzzuteilung ausserhalb der Beschlusskompetenz der Generalversammlung liegen, beschlossen und ausgeführt werden.³⁶ Damit wird die Handlungsfähigkeit der Zielgesellschaft während der zeitlichen Geltungsdauer der Beschränkungen für den Verwaltungsrat sichergestellt.

Umstritten ist in der Lehre jedoch, ob es sich bei Art. 132 Abs. 2 FinfraG um eine Kompetenzverschiebung zugunsten der Generalversammlung oder um ein zusätzliches übernahmerechtliches Genehmigungserfordernis der Generalversammlung für Beschlüsse des Verwaltungsrates handelt.³⁷ U.E. ist der Mehrheit der Lehre zu folgen, welche von einer Kompetenzverschiebung zugunsten der Generalversammlung ausgeht und sich u.a. auf die Botschaft zum Börsengesetz stützt, gemäss welcher „die Abwehrmassnahmen in der Regel durch die Generalversammlung beschlossen werden müssen, selbst dann, wenn der Verwaltungsrat grundsätzlich hierfür, auf der Grundlage des Aktienrechts, entscheidungsbefugt wäre“^{38 39}.

³⁵ Siehe Empfehlung der Übernahmekommission i.S. Sarna Kunststoff Holding AG vom 26. September 2005, E. 6.4; Empfehlung 0243/01 der Übernahmekommission i.S. Leica Geosystems Holdings AG vom 22. Juni 2005, E. 2.5.

³⁶ BSK FINMAG/FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 FinfraG, N 16; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 21; Böckli, § 7 N 195; Schenker, 619.

³⁷ Ausführlich dazu Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 22 ff.

³⁸ Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. Februar 1993, BBl 1993 I, 1369 ff., 1415.

³⁹ So z.B. BSK FINMAG/FinfraG-Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132 FinfraG, N 15; Schenker, 619; Watter/Dubs, 1319; Peter/Blaas/Roos, 185; Moser, 152; von der Crone, Aktienrecht, § 16 N 126, geht von einer Kompetenzerweiterung aus; a.M. Böckli, § 7 N 190 ff.; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 26.

Von praktischer Bedeutung ist die rechtliche Einordnung als Genehmigungserfordernis oder Kompetenzverschiebung insbesondere in Bezug auf die Frage, ob die Generalversammlung nur Abwehrmassnahmen beschliessen kann, welche durch den Verwaltungsrat umzusetzen sind (sog. Ermächtigungsbeschlüsse) oder auch direkt wirkende Abwehrmassnahmen ergreifen kann.⁴⁰ Als Folge der Kompetenzverschiebung muss die Generalversammlung u.E. im Bereich, welcher aktienrechtlich den Kompetenzen des Verwaltungsrates zugewiesen ist, auch ohne Antrag oder zustimmenden Beschluss des Verwaltungsrates Abwehrmassnahmen beschliessen und somit gewissermassen selbst exekutiv tätig werden können.⁴¹ Mit anderen Worten muss die Generalversammlung Abwehrbeschlüsse nicht nur als Ermächtigungsbeschlüsse, sondern auch als direkte Abwehrbeschlüsse fassen können.⁴² In diesem Sinne hat auch die Übernahmekommission im wegleitenden Entscheid i.S. Kaba Holding AG entschieden, indem sie einen direkt wirkenden Vorabbeschluss der Generalversammlung als zulässig erachtet hat.⁴³

c) *Vorabbeschlüsse im Besonderen*

Eine der im Bereich der Abwehrmassnahmen umstrittensten Fragen ist jene, ob und inwieweit die Generalversammlung befugt ist, präventive Abwehrbeschlüsse – d.h. abstrakte Abwehrbeschlüsse ohne Bezug auf ein bestimmtes Übernahmeangebot – zu fassen. Solche Beschlüsse werden auch als Vorabbeschlüsse oder Beschlüsse auf Vorrat bezeichnet.⁴⁴ Unproblematisch und gemäss Lehre und Praxis ohne Weiteres zulässig sind präventive Abwehrbeschlüsse, die nach Massgabe der aktienrechtlichen Kompetenzordnung in den Zuständigkeitsbereich der Generalversammlung fallen, wie etwa die Einführung einer Vinkulierungsklausel, einer Stimmrechtsbeschränkung oder von

⁴⁰ Siehe Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 25 sowie Moser, 156.

⁴¹ Ein Teil der Lehre geht so weit, dass die Generalversammlung bzw. die Aktionäre im Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG als geschäftsführende Organe der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit nach Art. 754 OR unterstehen sollen (so z.B. Bertschinger, 334 und Watter/Dubs, 1322 f.). Watter/Dubs, 1319, vertreten zudem die Ansicht, dass gewisse Verfahrensvorschriften wie bspw. die Einberufungsfrist der Generalversammlung im Anwendungsbereich von Art. 132 Abs. 2 FinfraG in angepasster Weise gelten sollen.

⁴² So auch Moser, 158 ff.

⁴³ Verfügung 600/01 der Übernahmekommission i.S. Kaba Holding AG vom 22. April 2015; siehe zur Zulässigkeit von Vorabbeschlüssen im Sinne von Art. 132 Abs. 2 FinfraG unten, [III.2.c](#).

⁴⁴ Statt vieler Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 36, N 28.

speziellen Beschlussquoren.⁴⁵ Unklar und umstritten ist hingegen die Frage, ob und inwieweit auch Vorabbeschlüsse im Sinne von Art. 132 Abs. 2 FinfraG⁴⁶ zulässig sind.⁴⁷

Die Übernahmekommission hat in ihrem Leitentscheid i.S. Kaba Holding AG⁴⁸ die Zulässigkeit solcher Vorabbeschlüsse grundsätzlich bejaht. Gleichzeitig hat sie festgehalten, dass für eine Abwehrmassnahme per Vorabbeschluss vorzusetzen sei, „dass [die Generalversammlung] die betreffende Abwehrmassnahme wieder aufheben [könne]“⁴⁹. Ansonsten entledige sich die Generalversammlung in einer mit dem Zweck des Übernahmerechts nicht zu vereinbarenden Weise der Möglichkeit, über ein späteres Angebot frei zu entscheiden und es läge mit anderen Worten ein Fall einer übermässigen Selbstbindung nach Art. 27 ZGB vor.⁵⁰ Unklar ist, ob ein solcher Beschluss als Folge der von der Übernahmekommission verlangten Aufhebungsmöglichkeit zu seiner Gültigkeit in die Statuten aufgenommen werden muss. U.E. ist dies zu bejahen, wobei eine Verankerung in den Statuten auch aus Transparenzgründen sinnvoll erscheint.⁵¹

Nicht geäussert hat sich die Übernahmekommission zur Frage, welchen Konkretisierungsgrad ein Vorabbeschluss im Sinne von Art. 132 Abs. 2 FinfraG aufzuweisen hat. U.E. muss die betreffende Massnahme klar umschrieben sein, so dass der materielle Gehalt des Beschlusses bzw. die entsprechende Handlung ohne wesentliche inhaltliche Ergänzung durch den Verwaltungsrat genügend

⁴⁵ Verfügung 600/01 der Übernahmekommission i.S. Kaba Holding AG vom 22. April 2015, E. 2.2; Böckli, § 7 N 209; Watter/Dubs, 1319; Bernet, 301 ff.; Moser, 327, m.w.H.

⁴⁶ Kennzeichnend für solche Vorabbeschlüsse der Generalversammlung ist, dass sie (i) vor der Veröffentlichung eines öffentlichen Übernahmeangebotes gefasst werden, (ii) inhaltlich einen Zusammenhang mit einem solchen Angebot aufweisen und (iii) aufgrund des Beschlussgegenstands bei (isolierter) Anwendung des Aktienrechts den Kompetenzbereich des Verwaltungsrates betreffen (siehe Dubs, 50).

⁴⁷ In der Literatur wird die Zulässigkeit von Vorabbeschlüssen unter bestimmten Voraussetzungen mehrheitlich bejaht, so etwa Böckli, § 7 N 216a; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 38, N 28; Schenker, 619; Zobl, 67; Bernet, 290 ff.; Dubs, 45; Watter/Dubs, 1319; Moser, 346; abgelehnt wird die Zulässigkeit von Vorabbeschlüssen namentlich von Nobel, § 11 N 358; von der Crone, Unternehmensübernahmen, 177; Frauenfelder, 127 ff.

⁴⁸ Verfügung 600/01 der Übernahmekommission i.S. Kaba Holding AG vom 22. April 2015.

⁴⁹ Verfügung 600/01 der Übernahmekommission i.S. Kaba Holding AG vom 22. April 2015, E. 2.2.1.

⁵⁰ Verfügung 600/01 der Übernahmekommission i.S. Kaba Holding AG vom 22. April 2015, E. 2.2.1; kritisch Moser, 354, gemäss welchem kaum denkbar ist, dass ein Abwehrbeschluss die für eine übermässige Selbstbindung erforderlich Bindungsintensität erreicht.

⁵¹ Für eine Verankerung in den Statuten siehe auch Watter/Dubs, 1319; Böckli, § 7 N 216a.

bestimmt ist.⁵² Dieses eher strenge Gültigkeitserfordernis ist insbesondere auch insofern angebracht, weil ein Vorabbeschluss zumindest grundsätzlich nicht zwingend an ein im Vorabbeschluss bestimmt qualifiziertes Angebot geknüpft werden muss und nur bei Erfüllung dieser (direkt) im Beschluss festgelegten Qualifikation(en) zur Anwendung gelangt.⁵³ Als klar unzulässig, da mit dem Sinn und Zweck von Art. 132 Abs. 2 FinfraG nicht vereinbar, ist eine generell-abstrakte Vorabgenehmigung sämtlicher möglicher Abwehrmassnahmen durch die Generalversammlung zu qualifizieren.⁵⁴

3. Unzulässige Abwehrmassnahmen

a) Reichweite der Kompetenz der Übernahmekommission

Art. 37 UEV legt fest, dass „Abwehrmassnahmen, die offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen, [...] unzulässige Massnahmen im Sinne von Artikel 132 Absatz 3 Buchstabe b FinfraG dar[stellen]“. In der Lehre herrscht Uneinigkeit darüber, wie die Delegationsnorm von Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG zu verstehen ist. In dieser wird die Übernahmekommission ermächtigt, Bestimmungen „über Massnahmen, die unzulässigerweise darauf abzielen, einem Angebot zuvorzukommen oder dessen Erfolg zu verhindern“ zu erlassen. Ein Teil der Lehre ist der Ansicht, die Delegationsnorm beinhalte eine materielle Generalklausel, welche alle auf die Vereitelung eines Angebots gerichteten Massnahmen verbiete⁵⁵, oder es der Übernahmekommission zumindest erlaube, solche Verbote zu verordnen oder zu verfügen⁵⁶. Nach einer anderen Lehrmeinung schafft die Delegationsnorm von Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG keine neuen Unrechtstatbestände und die Übernahmekommission ist auch nicht ermächtigt, solche zu erlassen.⁵⁷

Einigkeit scheint jedoch darüber zu herrschen, dass Art. 37 UEV der Übernahmekommission die Kompetenz verleiht, die aktienrechtliche Zulässigkeit übernahmerechtlich relevanter Handlungen der Zielgesellschaft zu prüfen und

⁵² So auch Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 38, N 28 f.; Watter/Dubs, 1319; Dubs, 45; Böckli, § 7 N 216a; Schenker, 621.

⁵³ Es kann wohl aber u.E. von einer bestimmten Wechselwirkung ausgegangen werden: Sofern der Vorabbeschluss (ingeschränkt) nur für bestimmt qualifizierte Angebote gelten soll, kann eine weniger detailliert umschriebene Massnahme Beschlussgegenstand sein. Und umgekehrt: Soll der Vorabbeschluss auf jedes beliebige Angebot zur Anwendung kommen, müssen die anwendbaren Massnahmen detailliert Gegenstand des Vorabbeschlusses sein.

⁵⁴ Statt vieler Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 38, N 28, m.w.H.

⁵⁵ So z.B. Böckli, § 7 N 192a, 205b, 212.

⁵⁶ So Watter/Dubs, 1316; Dubs, 46 f.; Frauenfelder, 151.

⁵⁷ Moser, Rz. 376; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 37, N 2.

somit anstelle der Zivilgerichte gesellschaftsrechtliche Fragen zu beurteilen – wobei sich die Kompetenz auf offensichtliche Verletzungen des Gesellschaftsrechts beschränkt.⁵⁸

b) *Zeitlicher Anwendungsbereich*

Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG normiert – anders als Art. 132 Abs. 2 FinfraG – keinen zeitlichen Anwendungsbereich und die Übernahmekommission erachtet es entsprechend als irrelevant, ob eine Massnahme vor oder nach Veröffentlichung eines Angebots ergriffen wird.⁵⁹ In der Lehre gibt es durchaus kritische Stimmen⁶⁰ und die Praxis der Übernahmekommission steht im Widerspruch zu Art. 8 Abs. 3 lit. c UEV, wonach der Zeitpunkt der Veröffentlichung der Voranmeldung u.a. auch für Art. 132 Abs. 2 FinfraG und Art. 37 UEV massgebend ist.⁶¹ Gegen die Praxis der Übernahmekommission spricht auch die Aussage in der Botschaft zum Börsengesetz, wonach „der Verwaltungsrat vor der Unterbreitung eines Kaufangebots ungehindert alle Abwehrmassnahmen treffen kann“⁶².

Problematisch ist die Anwendung von Art. 37 UEV auf vor der Angebotsveröffentlichung ergriffene Massnahmen vor allem deshalb, weil die Übernahmekommission bei der Beurteilung, ob eine offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts vorliegt, nicht bei der Unterscheidung zwischen Nichtigkeits- und Anfechtungsgrund anknüpft (siehe unten, [III.3.c](#)). Dies führt zu einem Konflikt mit der Rechtslage unter Zivilrecht, denn bloss anfechtbare Abwehrmassnahmen können aktienrechtlich durchaus gültig sein und die betreffende Gesellschaft kann auch bereits danach gehandelt haben.⁶³ Eine gewisse Abschwächung erfährt dieser Konflikt dadurch, dass die Übernahme-

⁵⁸ Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 783; Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 37, N 5; siehe dazu auch unten, [III.3.d](#).

⁵⁹ Verfügung 600/01 der Übernahmekommission i.S. Kaba Holding AG vom 22. April 2015, E. 2.3; Verfügung 540/01 der Übernahmekommission i.S. Schmolz Bickenbach AG vom 25. Juli 2013, E. 9; Empfehlung V der Übernahmekommission i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 23. August 2005, E. 1.3.3.

⁶⁰ Z.B. Böckli, § 7 N 189, der sich für den Beginn der Geltung von Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG auf den Zeitpunkt der Kenntnis des Angebotsentschlusses ausspricht.

⁶¹ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 37, N 8, m.w.H.; gemäss Moser, Rz. 359, ist die Verweisung von Art. 8 Abs. 3 lit. c UEV auf Art. 37 UEV so zu verstehen, dass der Zeitpunkt der Veröffentlichung der Voranmeldung für das Einschreiten der Übernahmekommission gegen offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzende Abwehrmassnahmen massgebend ist, und widerspricht der Praxis der Übernahmekommission somit nur auf den ersten Blick.

⁶² BBl 1993 I, 1415.

⁶³ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 37, N 9.

kommission trotz übernahmerechtlicher Unzulässigkeit einer Massnahme erst ab Veröffentlichung eines Angebots einschreitet.⁶⁴ Entsprechend erlangt Art. 37 UEV erst ab Publikation der Voranmeldung bzw. des Angebotsprospekts Geltung und im Falle des Abbruchs eines Übernahmeversuchs fällt ein allfälliges von der Übernahmekommission gestützt auf Art. 37 UEV ausgesprochenes Verbot wieder dahin.⁶⁵ Gerade bei statutarisch verankerten Abwehrmassnahmen, wie namentlich einem statutarisch verankerten genehmigten Kapital, kann allerdings durchaus vertreten werden, dass Art. 37 UEV insofern „Vorwirkungen“ hat, als die Übernahmekommission die Anwendung der statutarischen Massnahme resp. deren Durchführung für unzulässig erklären kann.⁶⁶

c) *Offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts*

Im Gegensatz zu den gesetzeswidrigen Abwehrmassnahmen gemäss Art. 132 Abs. 2 FinfraG i.V.m. Art. 36 UEV erfasst Art. 37 UEV nicht nur Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrates, sondern auch solche der Generalversammlung.⁶⁷ Erfasst werden sowohl reaktive Abwehrbeschlüsse als auch Vorabbeschlüsse.⁶⁸ Schwierigkeiten bereitet die Beurteilung, wann eine offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts im Sinne der Generalklausel des Art. 37 UEV vorliegt. Gemäss einem Teil der Lehre fallen primär Fälle der Nichtigkeit

⁶⁴ Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Implenia AG vom 20. Dezember 2007, E. 2.1.2.2.; Empfehlung V der Übernahmekommission i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 23. August 2005, E. 1.3.3.

⁶⁵ Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 37, N 11; Moser, Rz. 382, vertritt die Ansicht, dass Art. 37 der Verordnung er Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1) eine verwaltungsprozessuale Bedeutung zukommt und diese Bestimmung in materieller Hinsicht einen Anwendungsfall der aktienrechtlichen Nichtigkeit statuiert. Auch gemäss Zobl, 96, sind die Massnahmen, welche die Übernahmekommission im Einzelfall ergreifen kann, rein verwaltungsrechtlicher Natur.

⁶⁶ Siehe Dubs, 46: „Im Unterschied zu den gesetzeswidrigen Abwehrmassnahmen spielt es bei den Tatbeständen des Art. 36 UEV-UEK keine Rolle, ob der Verwaltungsrat die unzulässige Abwehrmassnahme - d.h. eine Abwehrmassnahme, die offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzt - vor oder nach der Voranmeldung bzw. Veröffentlichung des Angebotes getroffen hat, da sie zu keiner Zeit Gültigkeit erlangen kann.“

⁶⁷ So deutlich der Entwurf der Übernahmekommission vom 22. Februar 1996 zur Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote, Verordnung und Erläuterungen, Rz. 63; Verfügung 600/01 der Übernahmekommission i.S. Kaba Holding AG vom 22. April 2015, E. 2.3; Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Forbo Holding AG vom 18. März 2005, E. 3.4.4; zudem statt vieler Moser, Rz. 360, m.w.H.

⁶⁸ Verfügung 600/01 der Übernahmekommission i.S. Kaba Holding AG vom 22. April 2015, E. 2.3; Moser, Rz. 360, m.w.H.

i.S.v. Art. 706b OR darunter⁶⁹, während ein anderer Teil der Lehre die Ansicht vertritt, dass auch Verletzungen des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots oder der Verpflichtung zur Wahrung des Gesellschaftsinteresses das Kriterium der offensichtlichen Verletzung von Gesellschaftsrecht erfüllen können^{70 71}.

Die Übernahmekommission stellt bei der Beurteilung nicht auf die Unterscheidung zwischen Nichtigkeit und Anfechtbarkeit ab, sondern darauf, ob es sich um eine Verletzung des formellen oder materiellen Gesellschaftsrechts qualifizierter Art handelt, die aufgrund einer summarischen Prüfung relativ leicht erkennbar ist.⁷² Sie folgt damit im Grundsatz der zweiten Lehrmeinung und stellt klar, dass für die Qualifikation der Offensichtlichkeit einerseits die Intensität der Rechtsverletzung bzw. der gesellschaftsrechtlichen Unrechtmässigkeit relevant ist und andererseits, ob die Verletzung leicht erkennbar ist.⁷³ Gemäss diesem Verständnis können – wie bereits oben ausgeführt – bloss anfechtbare Abwehrbeschlüsse der Generalversammlung, welche nach Ablauf der zweimonatigen Anfechtungsfrist gemäss Art. 706a Abs. 1 OR aktienrechtlich gültig sind, als unzulässige Abwehrmassnahmen i.S.v. Art. 37 UEV qualifizieren.⁷⁴ Unzulässig können gemäss Praxis der Übernahmekommission aber auch Massnahmen sein, welche gegen gesellschaftsrechtliche Verfahrensnormen, das aktienrechtliche Prinzip der Wahrung der Gesellschaftsinteressen⁷⁵ oder das Gleichbehandlungsgebot⁷⁶ verstossen.

In einem älteren Entscheid hat die Übernahmekommission zudem festgehalten, dass „[d]ie ratio legis von Art. 717 OR [...] den Grundprinzipien des Übernahmerechts [entspricht] (Art. 1 BEHG; Art. 1 UEV-UEK) und [...] somit als einer

⁶⁹ So z.B. Böckli, § 7 N 230 f., sowie Tschäni/Diem, 63.

⁷⁰ So z.B. Frauenfelder, 167 f.; Schenker, 622 f.; Bernet, 284.

⁷¹ Zum Ganzen Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 37, N 18 ff.

⁷² Siehe aus der neueren Praxis Verfügung 600/01 der Übernahmekommission i.S. Kaba Holding AG vom 22. April 2015, E. 23; Verfügung 540/01 der Übernahmekommission i.S. Schmolz Bickenbach AG vom 25. Juli 2013, E. 9.

⁷³ Moser, Rz. 365, gemäss welchem dem Kriterium der leichten Erkennbarkeit keine selbständige Bedeutung zukommen kann.

⁷⁴ Siehe zu dieser Problematik auch oben, [III.3.b](#)).

⁷⁵ So die Übernahmekommission erstmals in Empfehlung V i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 23. August 2005, E. 1.3.2.: „Dabei ist auch das Gesellschaftsinteresse zu berücksichtigen, da Abwehrmassnahmen ohne Effizienzsteigerung für die Gesellschaft nicht sachlich begründet sind und dadurch das Gesellschaftsrecht verletzt wird.“

⁷⁶ Verfügung 600/01 der Übernahmekommission i.S. Kaba Holding AG vom 22. April 2015, E. 2.3: „Neben dem aktienrechtlichen Prinzip der Wahrung der Gesellschaftsinteressen bildet auch das Gleichbehandlungsgebot eine gesellschaftsrechtliche Schranke für Abwehrmassnahmen.“

der möglichen Anknüpfungspunkte für die Beurteilung der (Un-)Zulässigkeit von Abwehrmassnahmen zu betrachten [ist]⁷⁷. Unklar ist, ob die Übernahmekommission damit als Test für die offensichtliche Verletzung von Gesellschaftsrecht auf das Vorliegen einer Pflichtverletzung des Verwaltungsrates bzw. einen Verstoß gegen Art. 717 Abs. 1 OR abstellen will.⁷⁸

d) *Kasuistik*

Bejaht hat die Übernahmekommission eine offensichtliche Verletzung von Gesellschaftsrecht soweit ersichtlich erst einmal, und zwar im Fall einer Ergänzung von Arbeitsverträgen der Geschäftsleitungsmitglieder kurz vor Publikation der Voranmeldung (Ausdehnung der Kündigungsfrist, Einräumung eines Anspruchs auf Freistellung bei Zuweisung einer anderen Funktion verbunden mit Aufhebung des Konkurrenzverbots).⁷⁹ In einer Vielzahl anderer Fälle hat sie eine offensichtliche Verletzung von Gesellschaftsrecht verneint, so z.B. im Falle der Veräusserung einer Geschäftsdivision im Rahmen einer Auktion⁸⁰, der Ablehnung der Eintragung eines Anbieters mit Stimmrechten im Aktienbuch gestützt auf sachliche Gründe⁸¹, von Bonuszahlungen abhängig von der Höhe des Angebots (da nicht exzessiv)⁸², der Verlängerung der Kündigungsfrist gewisser Mitarbeiter um drei Monate, der vollen Auszahlung des Jahreshonorars an frühzeitig zurücktretende Verwaltungsräte oder der automatischen Ausübung von Mitarbeiteroptionen^{83, 84}.

Die aufgeführten Fälle zeigen, dass die Übernahmekommission auch Massnahmen unter Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG i.V. m. Art. 37 UEV beurteilt, welche kaum einen Einfluss auf den Erfolg eines Angebots haben dürften und somit nicht als Abwehrmassnahmen qualifizieren, wie z.B. Bonuszahlungen oder die Verlängerung von Kündigungsfristen. Die Übernahmekommission hat in jün-

⁷⁷ Empfehlung V der Übernahmekommission i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 23. August 2005, E. 1.3.2.

⁷⁸ Gemäss Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 37, N 28, kann als Test für die offensichtliche Verletzung von Gesellschaftsrecht die Frage nach der Pflichtwidrigkeit im Sinne der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit gestellt werden.

⁷⁹ Empfehlung V der Übernahmekommission i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 23. August 2005, E. 1.3.5.

⁸⁰ Empfehlung der Übernahmekommission i.S. Sarna Kunststoff Holding AG vom 26. September 2005, E. 6.4.

⁸¹ Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Implenia AG vom 20. Dezember 2007, E. 2.2.5.

⁸² Empfehlung der Übernahmekommission i.S. SIG Holding AG vom 5. März 2007, E. 2.

⁸³ Empfehlung III der Übernahmekommission i.S. Saurer AG vom 15. November 2006, E. 1.2.5.

⁸⁴ Für eine ausführliche Übersicht siehe Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 37, N 23.

geren Entscheiden bei der Prüfung, ob eine offensichtliche Verletzung von Gesellschaftsrecht vorliegt, denn auch gar nicht mehr auf das Vorliegen einer Abwehrmassnahme abgestellt.⁸⁵ Vielmehr scheint sie von einer allgemeinen Prüfungsbefugnis offensichtlicher Verletzungen von Gesellschaftsrecht im Rahmen von öffentlichen Übernahmeangeboten auszugehen⁸⁶. Dies ist u.E. äusserst heikel, zumal sich eine solch weitgreifende Kompetenz weder aus dem Wortlaut noch aus dem Sinn und Zweck der relevanten Bestimmungen ergibt. Mit dem Sinn und Zweck von Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG i.V.m. Art. 37 UEV vereinbar dürfte u.E. höchstens eine Ausdehnung der Kompetenz auf und damit ein Eingreifen der Übernahmekommission bei *sämtlichen* Massnahmen sein, die einen massgeblichen Einfluss auf den Erfolg des Angebots haben, d.h. den Erfolg eines Angebots entweder erheblich beeinträchtigen (wie dies bei einer Abwehrmassnahme der Fall ist) oder begünstigen.⁸⁷

IV. Bewertung illiquider Aktien

I. Grundlagen

Der Mindestpreis eines öffentlichen Kaufangebots ist in Art. 135 Abs. 2 FinfraG geregelt und muss dem Börsenkurs oder, falls höher, dem höchsten von der Anbieterin in den letzten zwölf Monaten vor Angebotsveröffentlichung für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlten Preis entsprechen. Art. 42 Abs. 4 der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, FinfraV-FINMA, SR 958.111) konkretisiert, dass eine Unternehmensbewertung durch eine Prüfstelle zu er-

⁸⁵ Siehe dazu auch Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 37, N 15, 24.

⁸⁶ So hat die Übernahmekommission in Verfügung 408/01 i.S. Partners Group Holding AG vom 2. April 2009, E. 2, folgendes festgehalten: „Diese Vorschrift [gemeint ist Art. 659 Abs. 1 OR] ist nicht börsen-, sondern gesellschaftsrechtlicher Natur. Die Übernahmekommission greift im Rahmen der Prüfung von Angeboten jedoch auch bei einer Verletzung von Gesellschaftsrecht ein, wenn die Verletzung offensichtlich ist (ausdrücklich vorgesehen ist eine solche Prüfung gesellschaftsrechtlicher Bestimmungen mit beschränkter Kognition in Art. 37 UEV für Abwehrmassnahmen)“. Offen gelassen in Verfügung 410/02 der Übernahmekommission i.S. Quadrant AG vom 16. Juni 2009, E. 4.

⁸⁷ Siehe auch Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 37, N 31.

stellen ist, sofern die Beteiligungspapiere nicht liquid sind⁸⁸, und dass der Bericht die Bewertungsmethoden und Bewertungsgrundlagen beschreiben und begründen muss, ob und in welchem Umfang bei der Festsetzung des Mindestpreises auf den Börsenkurs beziehungsweise auf den Unternehmenswert abzustellen ist. Im Unterschied zu einer Fairness Opinion, in welcher nur eine Bandbreite angegeben wird, muss der Bewertungsbericht gemäss gefestigter Praxis der Übernahmekommission den Wert der Beteiligungspapiere präzise festlegen, es ist also eine „Punktlandung“ erforderlich.⁸⁹

Fraglich ist, ob das Gesetz eine genügende gesetzliche Grundlage für eine Regelung des Mindestpreises bei illiquiden Titeln durch Abstellen auf einen Bewertungsbericht enthält. Im Gesetz wird ausschliesslich auf den Börsenkurs als relevanter Parameter für die Bestimmung des Mindestpreises abgestellt. Zudem wird in Art. 135 Abs. 4 FinfraG lediglich festgehalten, dass die FINMA „Bestimmungen über die Angebotspflicht“ erlässt. Vor diesem Hintergrund bestehen berechtigte Zweifel, ob sämtliche Delegationsvoraussetzungen für eine Regelung des Mindestpreises bei illiquiden Titeln gemäss Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA erfüllt sind.⁹⁰

2. Problematik bei unfreundlichen Übernahmen und möglicher Lösungsansatz

Illiquide Gesellschaften bzw. Beteiligungspapiere werden in der Regel anhand von cash flow basierten Bewertungsmethoden, namentlich der discounted cash flow Methode (DCF-Methode), bewertet.⁹¹ Eine solche Bewertung setzt voraus, dass die Prüfstelle Zugang zu den (mittelfristigen) Businessplänen und entsprechenden Zahlen der Zielgesellschaft hat. Bei unfreundlichen Übernah-

⁸⁸ Gemäss Rundschreiben Nr. 2 der Übernahmekommission: Liquidität im Sinne des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 (Stand 1. Januar 2016; UEK-Rundschreiben Nr. 2), Ziff. 2 gelten Beteiligungspapiere des SLI Swiss Leader Index der SIX Swiss Exchange („SLI“) als liquid im Sinne von Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA. Als nicht liquid im Sinne von Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA gilt gemäss Ziff. 3 des UEK-Rundschreibens Nr. 2 ein Beteiligungspapier, „das nicht dem SLI angehört, [...] wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist“.

⁸⁹ Statt vieler Verfügung 411/01 der Übernahmekommission vom 19. Juni 2009 i.S. Métraux Services SA, E. 4.2.1.

⁹⁰ So auch Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 8, N 31, gemäss welchen kaum Gründe ersichtlich sind, weshalb ein Anbieter im Falle der Illiquidität der Titel zu einem höheren Preis als dem Börsenkurs gezwungen werden soll.

⁹¹ Verfügung 411/01 der Übernahmekommission i.S. Métraux Services SA vom 19. Juni 2009.

men ist dieser Zugang nicht gewährt und eine Bewertung anhand dieser Methoden deshalb schwierig und insofern problematisch, als die Prüfstelle mit etlichen unternehmensbezogenen Annahmen arbeiten muss. Entsprechend werden Gesellschaften, deren Titel illiquid im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2 sind, gewissermassen vor unfreundlichen Übernahmen geschützt. Eine Bewertung, die lediglich auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Unternehmenszahlen (und verstärkt mit Annahmen) hergeleitet werden kann, bedeutet aus Sicht eines potentiellen Anbieters das Eingehen grösserer Preisrisiken.

Daran ändert auch nichts, dass die Übernahmekommission auch Bewertungsberichte akzeptiert, welche nur auf öffentlich zugängliche Informationen der Zielgesellschaft abstellen.⁹² Denn in einem unfreundlichen Übernahmeszenario bietet ein solcher Bewertungsbericht eine beträchtliche Angriffsfläche und es besteht ein erhöhtes Risiko, dass die Zielgesellschaft oder Aktionäre mit Parteistellung eine entsprechende Verfügung der Übernahmekommission anfechten mit der Begründung, der Bewertungsbericht bzw. der daraus resultierende Wert pro Aktie sei nicht angemessen. Verfahren, welche Bewertungsfragen zum Gegenstand haben, können unter Umständen zu erheblichen Verzögerungen führen, was viele Anbieter zusätzlich abschrecken dürfte. Gegen das Risiko, dass der Anbieter im Falle des Obsiegens der anfechtenden Partei einen höheren Angebotspreis bezahlen muss, kann sich dieser unter Umständen mit einer Angebotsbedingung absichern, welche z.B. wie folgt lauten könnte:

„Weder die Übernahmekommission, die Eidgenössische Finanzmarktaufsichtsbehörde FINMA noch ein Gericht haben eine Erhöhung des Angebotspreises angeordnet.“

„Die Verfügung der Übernahmekommission, wonach das öffentliche Kaufangebot den gesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebot entspricht, wird hinsichtlich des Bewertungsberichts der Prüfstelle [NAME] [weder durch die Übernahmekommission, die Eidgenössische Finanzmarktaufsichtsbehörde FINMA noch durch ein Gericht] [nicht] derart zulasten des Anbieters geändert, dass eine Erhöhung des Angebotspreises resultiert.“⁹³

⁹² Siehe z.B. Verfügung 0467/01 der Übernahmekommission vom 28. Januar 2011 i.S. Feintool International Holding AG, E. 5.2, sowie Verfügung 550/01 der Übernahmekommission vom 7. November 2013 i.S. Victoria-Jungfrau Collection AG, E. 5.2.

⁹³ Siehe auch Watter/Hoch, 28, welche für die Zulässigkeit einer entsprechenden Bedingung im Falle einer Preiserhöhung infolge nachträglicher Bewertungsanpassungen bei Nebenleistungen plädieren.

U.E. muss eine solche Bedingung zulässig sein, weil der Anbieter ein schutzwürdiges Interesse daran hat, sich vor einer Preiserhöhung nach der Publikation des Angebots zu schützen. Dies gilt umso mehr, als vorliegend die Rechtslage unklar ist und die Folgen für die Anbieterin – je nach Umfang der Erhöhung – erheblich sein können.⁹⁴ Auch verstösst eine solche Bedingung nicht gegen die Grundsätze der Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung der Aktionäre.⁹⁵ Ob die Übernahmekommission eine solche Angebotsbedingung akzeptieren würde, ist allerdings offen. In der Vergangenheit war sie in Bezug auf Angebotsbedingungen, welche vor unerwarteten Rechtsfolgen bzw. unerwarteter Auslegung oder Anwendung des Übernahmerechts schützen sollen, eher zurückhaltend.⁹⁶ Es geht bei dieser Entscheidung – Zulässigkeit einer entsprechenden Angebotsbedingung – auch nicht einfach nur um die Frage, wer – Anbieter oder Aktionäre der Zielgesellschaft – das Risiko einer „mangelhaften“ Bewertung zu tragen hat; denn es ist die Aufgabe der Prüfstelle, den Substitutionswert des Börsenkurses bei illiquiden Aktien zu berechnen. Eine einseitige Zuweisung des Risikos an den Anbieter ist auch nicht mit dem Funktionieren des Unternehmenskontrollmarkts vereinbar.

Ein möglicher Lösungsansatz könnte auch der Fall Feintool International Holding AG („Feintool“) aus dem Jahr 2011 beinhalten.⁹⁷ Da die Aktien der Feintool illiquid im Sinne des UEK-Rundschreiben Nr. 2 waren, hatte die Anbieterin die Prüfstelle mit der Bewertung der Feintool-Aktie beauftragt. Die Prüfstelle

⁹⁴ Für die Zulässigkeit solcher Angebotsbedingungen spricht sich auch die grosse Mehrheit der Lehre aus (für eine Übersicht siehe Scherrer, 146 f.); Schärer/Gericke/Fankhauser, 222, schlagen vor, dass die Bindungswirkung eines von der Übernahmekommission als gesetzeskonform beurteilten Angebots im Falle von Beschwerden und/oder Einsprachen bis zu deren rechtskräftigen Erledigung suspendiert wird und der Anbieter das Recht haben soll, im Falle wesentlicher Änderungen vom Angebot zurückzutreten; a.M. Thévenoz/Bovey, 267.

⁹⁵ Siehe auch Watter/Hoch, 28.

⁹⁶ Die Übernahmekommission hat beispielsweise folgende Bedingungen für unzulässig erklärt: Bedingung, dass die Zielgesellschaft keine Erwerbsgeschäfte tätigt, welche den Anbieter zu einer Angebotserhöhung zwingen würden (Empfehlung 0243/06 i.S. Leica Geosystems Holding AG vom 9. August 2005, E. 7.6.2); Bedingung, dass das Angebot nicht auf Personen erstreckt werden muss, welche *Sales Restrictions* unterstehen (Empfehlung 0243/08 i.S. Leica Geosystems Holding AG vom 24. August 2005, E. 1.2.3.3); als ausnahmsweise zulässig erklärt hat die Übernahmekommission allerdings die Bedingung, dass ein als vorausgegangener Erwerb deklarierter Aktienkauf in bar beim nachfolgenden Tauschangebot keine Pflicht, eine Baralternative zu offerieren, auslöst (Verfügung 416/01 der Übernahmekommission i.S. Jelmoli Holding AG vom 13. Juli 2009, E. 7.8.). Für eine umfassende Übersicht siehe Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 13, N 98.

⁹⁷ Verfügung 0467/01 der Übernahmekommission vom 28. Januar 2011 i.S. Feintool International Holding AG.

verwendete zur Bewertung vier Methoden und ihr standen für die Bewertung ausschliesslich öffentlich zugängliche Informationen zur Verfügung. Aus diesen vier Bewertungsmethoden resultierte eine Wertbandbreite zwischen CHF 260 und CHF 338 je Feintool-Aktie und die Prüfstelle kam infolgedessen zum Ergebnis, dass „trotz der nicht erfüllten Liquiditätskriterien im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2 der VWAP von CHF 326.90 eine verlässliche Grösse zur Bestimmung des Mindestpreises sei“⁹⁸. Die Übernahmekommission hatte an diesem Vorgehen – also der Ermittlung einer Wertbandbreite zur Bestätigung des Börsenkurses im Sinne von Art. 42 Abs. 2 FinfraV-FINMA – nichts zu beanstanden. Sie ist damit von ihrer früheren Praxis abgewichen, wonach in einem Bewertungsgutachten der Wert des illiquiden Beteiligungspapiers präzise (und nicht wie in einer Fairness Opinion lediglich eine Preisspanne) festgelegt werden muss. Ob dieser Entscheid eine Praxisänderung bedeutet, ist unklar. Seither hatte die Übernahmekommission soweit ersichtlich keinen ähnlich gelagerten Fall zu beurteilen. Eine solche Konkretisierung der Bewertungs-Praxis wäre geradezu bei „unfreundlichen“ Angeboten angezeigt.

Literaturverzeichnis

- Bernet Robert, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im Börsengesetz, Diss., Bern 1998.
- Bertschinger Urs, Zu den börsengesetzlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung bei Unternehmensübernahmen, SJZ 1998, 329 ff.
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4.A., Zürich 2009.
- Basler Kommentar zum Finanzmarktaufsichtsgesetz und zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), 3. A., Basel 2019 (zit. BSK FINMAG/FinfraG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Dubs Dieter, Genehmigtes Kapital als Abwehrmassnahme, GesKR 2006, 43 ff.
- Frauenfelder Jrena, Die Pflichten der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 BEHG, Eine Analyse des Verhältnisses zwischen Aktionären und Management im Übernahmekontext, Diss., Zürich 2001.
- Kommentar zur Übernahmeverordnung (UEV), in: Gericke Dieter/Wiedmer Karin (Hrsg.), 2. A., Zürich 2020 (zit. Komm. UEV-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Moser Christian, Abwehrbeschlüsse der Generalversammlung, Diss., Zürich 2021.
- Nobel Peter, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. A., Bern 2004.
- Peter Henry/Blaas Sonja/Roos Lukas, Ausgewählte Aspekte des Übernahmerechts: sneaking tactics, level playing field und Auktionspflicht, SZW 2010, 173 ff.
- Schärer Heinz/Gericke Dieter/Fankhauser Micha, Vom Übernahmerecht zum Übernahmenschutzrecht?, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVIII, Zürich 2016, 191 ff.

⁹⁸ Verfügung 0467/01 der Übernahmekommission vom 28. Januar 2011 i.S. Feintool International Holding AG, E. 5.2.

- Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009.
- Scherrer Stefan, Aktionäre der Zielgesellschaft im Übernahmeverfahren, Diss., Zürich 2012.
- Thévenoz Luc/Bovey Pascal, Développements du droit suisse des OPA, SZW 2015, 255 ff.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, Die Pflichten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, 51 ff.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 4. A., Zürich 2020.
- Von der Crone Hans Caspar, Aktienrecht, 2. A., Bern 2020 (zit. von der Crone, Aktienrecht).
- Von der Crone Hans Caspar, Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions II, Zürich 2000, 157 ff. (zit. von der Crone, Unternehmensübernahmen).
- Watter Rolf/Dubs Dieter, Organverhaltens- und Organhaftungsregelung im Börsenrecht, AJP 1998, 1308 ff.
- Watter Rolf/Hoch Mariel, Joint Offers und die Abreden zwischen den Anbietern, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich 2015, 7 ff.
- Zobl Dieter, Rechtstellung der Zielgesellschaft bei öffentlichen Kaufangeboten, in: Nobel Peter (Hrsg.), Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, SZW 1997, Sondernummer, 62 ff.

25 Jahre Mergers & Acquisitions

Hans-Jakob Diem*

Inhalt

I.	Einleitung	36
II.	Entwicklung der M&A-Märkte	36
III.	Wesentliche gesetzgeberische Entwicklungen	41
	1. Übernahmerecht	41
	2. Offenlegungsrecht	44
	3. Umstrukturierungsrecht	46
	4. Wertpapierrecht	50
	5. Vergütungsrecht	53
	6. Aktienrecht	54
IV.	Transaktionen – ausgewählte Aspekte	57
	1. Grosstransaktionen ≥ CHF 5 Mrd.	57
	2. Nullerjahre: Ära der Übernahmekämpfe	60
	3. Am Aktionärswiderstand gescheiterte Deals	63
	4. Der längste und intensivste Übernahmekampf	65
	5. Behördlich untersagte Transaktionen	68
V.	Entwicklungen in der M&A-Praxis	70
	1. Auktionsprozesse	70
	2. Private Equity	72
	3. Due Diligence	74
	4. Warranty & Indemnity Insurance	76
	5. Deal Terms	77
	6. Regulatorische Hürden und Risiken	78
	7. Technologische Entwicklungen	79
VI.	Schlussfolgerungen	80
	Literaturverzeichnis	82
	Anhang 1 – Grosstransaktionen ≥ CHF 5 Mrd.	88
	Anhang 2 – Unfreundliche Kaufangebote	90
	Anhang 3 – Konkurrierende Angebote	92

* Der Autor dankt MLaw Tobias Gloor für die tatkräftige Unterstützung bei der Ausarbeitung des vorliegenden Beitrags.

I. Einleitung¹

Vor 25 Jahren erschien der erste Band der von Rudolf Tschäni herausgegebenen Reihe „Mergers & Acquisitions“². In diesen 25 Jahren hat die Reihe wesentlich zum Recht und zur Praxis im M&A-Bereich und zur Aus- und Weiterbildung von Juristinnen und Juristen und weiteren interessierten Kreisen beigetragen. Grund genug, eine Rückschau auf diese 25 Jahre zu wagen. Beleuchtet werden zunächst die Entwicklungen der M&A-Märkte und der relevanten rechtlichen Rahmenbedingungen, bevor auf ausgewählte Transaktionen und Entwicklungen in der M&A-Praxis eingegangen wird, um die Erkenntnisse am Schluss kurz zusammenzufassen.

Die vorliegende Rückschau erhebt nicht den Anspruch, die M&A-Entwicklungen der letzten 25 Jahre ausgewogen oder gar umfassend darzustellen. Vielmehr ist sie in weiten Teilen von persönlichen Erfahrungen und Erlebnissen geprägt. Auch konnten die knapp 180 Beiträge, welche in der Reihe „Mergers & Acquisitions“ bislang publiziert wurden, nur zu einem kleinen Teil berücksichtigt werden; die nachfolgend nicht zitierten Autoren seien um Nachsicht gebeten. An dieser Stelle ist allen Autoren und Mitwirkenden, die oft jahrelang und mit grossem Einsatz zum Erfolg des Seminars „Mergers & Acquisitions“ und der vorliegenden Reihe beigetragen haben, herzlich zu danken.

II. Entwicklung der M&A-Märkte

In den letzten 25 Jahren sind die Märkte für die Kontrolle von Unternehmen nicht überraschend stark gewachsen. Weltweit ist die Anzahl der Transaktionen in der Periode um den Faktor 14 gestiegen, nämlich von rund 1'700 im Jahr 1998 auf rund 24'000 Transaktionen im Jahr 2022. Für die Schweiz zeigt sich ein vergleichbares Wachstum. Etwas weniger ausgeprägt war der Zuwachs im Transaktionsvolumen. Immerhin hat sich der Gesamtwert der annoncierten Transaktionen von 1998 bis 2022 global in etwa verfünffacht. Allerdings verlief die Entwicklung natürlich keineswegs linear. Betrachtet man die M&A-Aktivität seit 1998 und vergleicht sie mit dem MSCI World Index³ (weltweit) bzw.

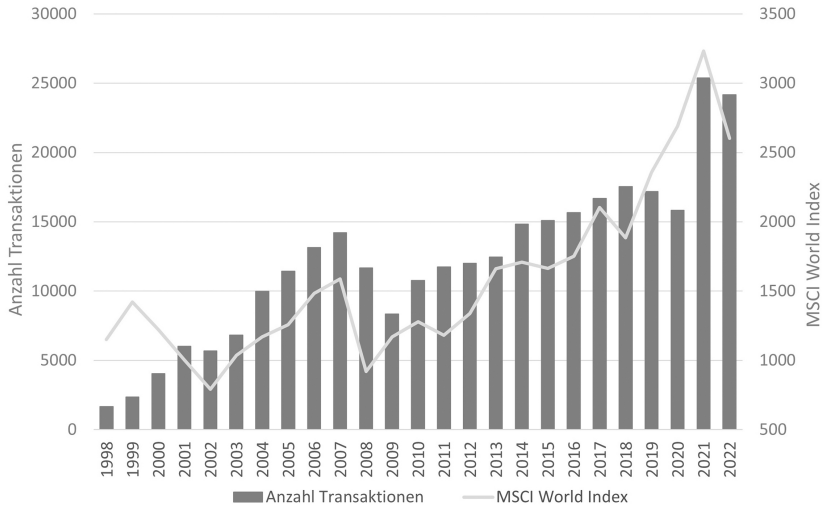
¹ Zwecks einfacherer Lesbarkeit wird in diesem Beitrag mehrheitlich auf die gleichzeitige Verwendung der Sprachformen männlich, weiblich und divers (m/w/d) verzichtet. Sämtliche Formulierungen gelten gleichermaßen für alle Geschlechter.

² Siehe Tschäni, M&A I.

³ Der MSCI World Index ist ein globaler Aktienindex, welcher die Kursentwicklung von über 1'500 Aktien von grossen und mittelgrossen Unternehmen aus 23 Industrieländern abbildet. Der Index deckt ca. 85% der um den Streubesitz bereinigten Marktkapitalisierung in jedem Land ab.

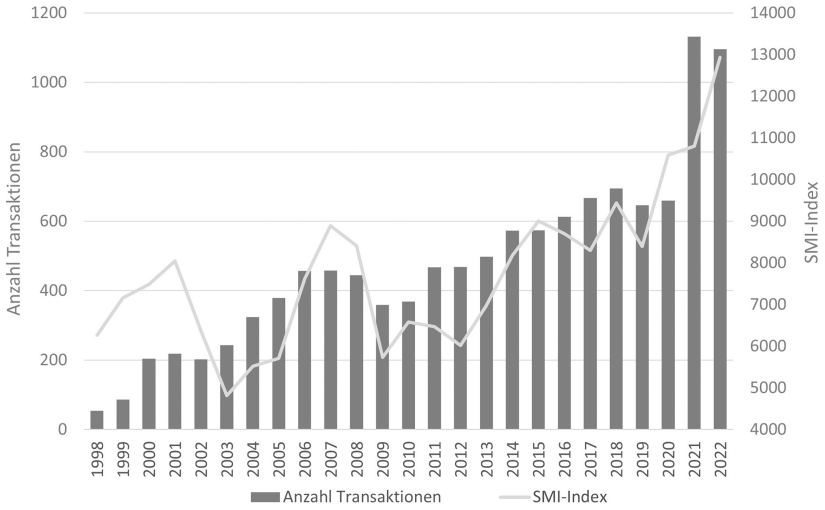
dem Swiss Market Index SMI (Schweiz), fällt vielmehr – und wiederum wenig überraschend – die Korrelation zwischen den Entwicklungen der Kennzahlen auf:

Anzahl Transaktionen weltweit und MSCI World Index 1998-2022:



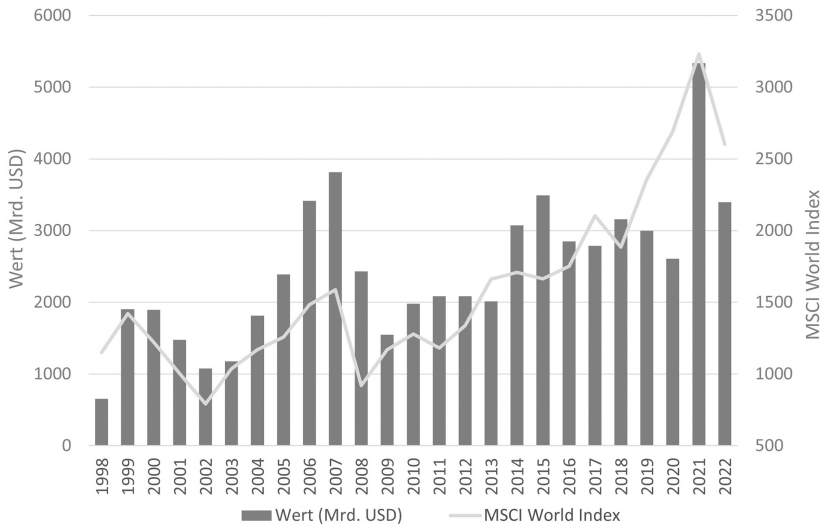
Quelle: Mergermarket.

Anzahl Transaktionen Schweiz und SMI 1998–2022:



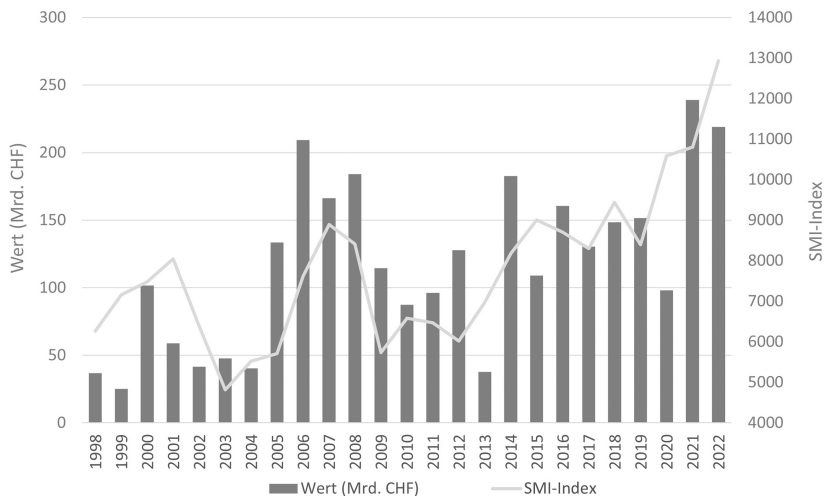
Quelle: Mergermarket.

Transaktionsvolumen weltweit und MSCI World Index 1998–2022:



Quelle: Mergermarket.

Transaktionsvolumen Schweiz und SMI 1998-2022:



Quelle: Mergermarket.

Der Beginn der Berichtsperiode im Jahr 1998 war geprägt von der *Dotcom-Euphorie*, einer Börsenhausse und einem M&A-Boom, allen voran im Telekom-, Medien- und Technologiebereich. Mit dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 endete dieser Zyklus. Verstärkt durch die Terroranschläge vom 11. September 2001 folgte eine Stagnation bzw. leichte Rezession, die 2003 wieder durch einen Aufschwung abgelöst wurde.

Der anschliessende fünfjährige M&A-Zyklus von 2003 bis 2008 betraf im Unterschied zu den „Dotcom-Jahren“ alle Wirtschaftszweige⁴. Das markante, steile Wachstum während dieser Zeit wird auf unterschiedliche Faktoren zurückgeführt – namentlich den rasanten wirtschaftlichen Aufstieg asiatischer Staaten (insbesondere Chinas), die beschleunigte wirtschaftliche Globalisierung und das damit verbundene Streben der Unternehmen nach Grösse sowie den Abbau länderspezifischer Unterschiede, wodurch grenzüberschreitende Transaktionen erleichtert wurden⁵. Auch gewannen in dieser Zeit Private Equity-Player und Hedge Funds vermehrt an Bedeutung und wurden zu einer treibenden Kraft in der M&A-Welt⁶. Kennzeichnend war für diese Periode die grosse Zahl an Übernahmekämpfen und unfreundlichen Übernahmen, die mit

⁴ Siehe Kurer, M&A X, 215.

⁵ Kurer, M&A X, 224 ff.

⁶ Kurer, M&A X, 230 ff.

einer ausgesprochenen Aggressivität geführt wurden⁷. All diese Entwicklungen führten zu einem Peak sowohl im M&A-Geschehen als auch an den Börsenmärkten im Sommer 2008, als die Immobilienblase in den USA platzte und das globale Finanzsystem am Abgrund stand. Spätestens der Zusammenbruch der US-amerikanischen Grossbank Lehman Brothers am 15. September 2008 liess die Börsen und das M&A-Geschehen weltweit einbrechen.

Die Börsenkurse und der M&A-Markt erholten sich im Jahr 2010 vergleichsweise rasch von der globalen Finanzkrise. Es sollte *der längste M&A-Zyklus* überhaupt folgen, der erst 2022 zu einem Ende kam. Während rund einer Dekade nahmen sowohl die Anzahl der durchgeführten Transaktionen als auch das Deal-Volumen Jahr für Jahr zu. Unterbrochen um einige Monate infolge der COVID-19-Pandemie im Jahr 2020 wurden 2021 schliesslich absolute Rekordstände, ein „all-time high“, erreicht⁸. Die Gründe für diesen langanhaltenden Wachstumsmarkt sind wiederum vielfältig. Die Hauptursachen sind in der expansiven Geldpolitik der Nationalbanken und dem rekordtiefen Zinsniveau bis hin zu Negativzinsen zu suchen, was die Investoren zuweilen in einen eigentlichen „Anlagenotstand“ trieb. Geld war in grossen Mengen, einfach und billig verfügbar, was Private Equity-Investoren zu dominanten Marktteilnehmern machte und die Unternehmensbewertungen in schwindelerregende Höhen trieb. Die Öffnung Chinas und das hohe Volumen von Investitionen chinesischer Investoren bis 2016/17 haben dem Wachstum zusätzlichen Schub verliehen.

Die ausgeprägte M&A-Phase, die 2010 begann, kam im Jahr 2022 zu einem Ende. Lieferkettenprobleme, der Kriegsausbruch in der Ukraine, höhere Energiepreise und absehbare Engpässe, hohe Inflationsraten namentlich in den USA und den EU-Mitgliedstaaten, Leitzinserhöhungen auf vergessen gegangene Niveaus und Rezessionsängste haben zu einem markanten Rückgang der Börsen wie auch der M&A-Aktivitäten geführt. Wie lange das ungünstige Marktumfeld anhalten wird, ist zurzeit ungewiss. Wie die Vergangenheit jedoch lehrt, ist es bis zur nächsten M&A-Wachstumsphase wohl wiederum nur eine Frage der Zeit.

⁷ So auch in der Schweiz; siehe dazu unten, [IV.2](#).

⁸ Siehe z.B. Bain & Company, Global M&A Report 2021, abrufbar unter www.bain.com/globalassets/noindex/2021/bain_report_global_m_and_a_report_2021.pdf.

III. Wesentliche gesetzgeberische Entwicklungen

1. Übernahmerecht

Ziemlich genau vor 25 Jahren, am 1. Januar 1998, trat mit dem Börsengesetz (BEHG)⁹ die erste gesetzliche Regelung der öffentlichen Kaufangebote in der Schweiz in Kraft¹⁰. Bereits wenige Wochen später wurden die ersten Angebote gemäss den neuen Vorschriften publiziert, nämlich das Kaufangebot der Porst Holding an die Aktionäre der Spector Photo Group und jenes der Pirelli & C. Luxembourg SA an die Aktionäre der Société Internationale Pirelli SA¹¹. Die Angebotsdokumente wurden damals (und noch während weiteren 17 Jahren) zuerst vollständig und später in der Form von Inseraten *in den Zeitungen publiziert*, was für gewisse Verlage eine durchaus bedeutende Einnahmequelle bedeutete. Auch in der vorliegenden Reihe wurden öffentliche Kaufangebote sehr früh – bereits im allerersten Band – thematisiert¹².

Eines der ersten öffentlichen Kaufangebote gemäss BEHG (1998):



Öffentliches Kaufangebot der
Pirelli & C. Luxembourg SA
an die Inhaberaktionäre der

Société Internationale Pirelli SA, Basel

Prospekt
(Übersetzung aus dem
Französischen)

Angebotsfrist:

Kaufpreis:

Offizielle Annahme- und Zahlstelle:

23. April bis 15. Mai 1998, 16.00 Uhr

CHF 350.– netto je Inhaberaktie von CHF 100 Nennwert

Schweizerische Bankgesellschaft

Mit dem Erlass des BEHG gehörte die Schweiz zu den ersten kontinentaleuropäischen Staaten, welche ein umfassendes Recht der öffentlichen Kaufangebote erliessen. Die Regelung orientierte sich am britischen City Code on Takeovers and Mergers und am Entwurf einer europäischen Richtlinie betreffend Übernahmeangebote¹³. Als eines der Kernstücke wurde die *Angebotspflicht* eingeführt, dies allerdings verbunden mit der Möglichkeit des Opting-

⁹ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Börsengesetz, BEHG, SR 954.1, in Kraft bis 31. Dezember 2019).

¹⁰ Vor dem BEHG waren öffentliche Kaufangebote im Übernahme-Kodex vom 1. September 1989, einer Selbstregulierung der Vereinigung der Schweizer Börsen, geregelt; siehe dazu Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 11 ff. m.w.H.

¹¹ Siehe <www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0004> und <www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0005>.

¹² Siehe Tschäni, M&A I, 21 ff.; Nobel, M&A I, 151 ff.

¹³ Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 4; zur EU-Richtlinie siehe ausführlich Nobel, M&A X, 1 ff.

out und Opting-up¹⁴. Mit dem BEHG wurde die *Übernahmekommission* (UEK) als verwaltungsunabhängige Bundesbehörde geschaffen. Sie sollte die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote im Einzelfall überwachen¹⁵. Allerdings verfügte die UEK damals und noch während weiteren elf Jahren über keine Verfügungskompetenz; vielmehr konnte sie gegenüber den Beteiligten lediglich *Empfehlungen* erlassen¹⁶. Wurden ihre Empfehlungen abgelehnt oder missachtet, so meldete die UEK dies der EBK (heute FINMA), welche Verfügungen erlassen konnte¹⁷. Diese Regelung ging davon aus, dass die Parteien die Empfehlungen der UEK in den meisten Fällen akzeptieren und auf formelle Verfügungen verzichten würden, was sich im Wesentlichen auch bewahrheitete¹⁸. Entsprechend gestaltete sich auch das *Verfahren vor der UEK informell*, zumal das *Verwaltungsverfahrensgesetz*¹⁹ darauf nicht anwendbar war²⁰.

Bis Ende 2008 blieben die Bestimmungen zu den öffentlichen Kaufangeboten unverändert. Auch die Ausführungsverordnungen zum BEHG, insbesondere die BEHV-EBK²¹ und die UEV-UEK, haben in den übernahmerechtlichen Punkten keine wesentlichen Änderungen erfahren.

Aufgrund der Anpassungen der Verordnungen an das neue FINMAG trat am 1. Januar 2009 eine Revision der Börsen- und der Übernahmeverordnung in Kraft²². Die BEHV-EBK wurde durch die BEHV-FINMA²³ und die UEV-UEK durch die UEV²⁴ ersetzt. Eine der zentralen Neuerungen der Revision war, dass

¹⁴ Zum Opting-out siehe Thévenoz/Roos, M&A XVII, 33 ff.; Tschäni, Opting-Out, 201 ff.

¹⁵ Art. 23 Abs. 3 BEHG 1998.

¹⁶ Art. 23 Abs. 3 BEHG 1998.

¹⁷ Art. 23 Abs. 4 BEHG 1998.

¹⁸ Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 4.

¹⁹ Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968 (Verwaltungsverfahrensgesetz, VwVG, SR 172.021).

²⁰ Art. 55 Abs. 5 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. Juli 1997 (Übernahmeverordnung-UEK, UEV-UEK, SR 954.195.1, in Kraft bis 31. Dezember 2008).

²¹ Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Juni 1997 (Börsenverordnung-EBK, BEHV-EBK, SR 954.193, in Kraft bis 31. Dezember 2008).

²² Siehe dazu Schärer, M&A XII, 79 ff.

²³ Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Oktober 2008 (Börsenverordnung-FINMA, BEHV-FINMA, SR 954.193, in Kraft bis 31. Dezember 2015).

²⁴ Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1).

die UEK mit *Verfügungskompetenz* ausgestattet wurde²⁵. Zudem war neu das VwVG auf die Verfahren vor der UEK anwendbar, wodurch die *Verfahren wesentlich formaler* wurden. Dem Anbieter, Personen, die mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handeln, und der Zielgesellschaft wurde *Parteistellung im Verfahren zugesprochen*²⁶. Ausserdem erhielten auch *qualifizierte Aktionäre*, welche mindestens zwei Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten, *Parteistellung sowie ein Einsprache- und Beschwerderecht*²⁷. Auch wurde mit der Revision das Institut des potenziellen Angebots eingeführt²⁸.

Am 1. Mai 2013 trat eine weitere Revision des BEHG in Kraft, welche namentlich eine Neufassung des Insiderrechts und der Marktmanipulation umfasste²⁹. Gleichzeitig wurden auch die BEHV und die UEV angepasst³⁰. Im Zuge dieser Neuregelung wurde die bis zu diesem Zeitpunkt bestehende Möglichkeit zur Bezahlung einer sogenannten „*Kontrollprämie*“ im Rahmen der Mindestpreisregelung *abgeschafft*³¹. Ausserdem wurde der Schwellenwert für qualifizierte Aktionäre von zwei auf drei Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft erhöht. Durch diese höhere Hürde wurde die Bestimmung an die unterste Schwelle der Meldepflicht nach Art. 20 Abs. 1 BEHG angeglichen, was dem Anbieter ermöglichte, die Aktionäre, welche potenziell *Parteistellung* beantragen und in das Verfahren eingreifen können, zu identifizieren³².

Auf den 1. Januar 2016 wurden die Bestimmungen des BEHG und dessen ausführenden Verordnungen betreffend öffentliche Kaufangebot aufgehoben und das gesamte Übernahmerecht in das *Finanzmarktinfrastrukturgesetz*³³ und dessen ausführende Verordnungen überführt³⁴. Die neue gesetzliche Grundlage machte auch eine Totalrevision der UEV erforderlich, welche allerdings

²⁵ Art. 33a Abs. 1 BEHG 2009.

²⁶ Art. 33b Abs. 2 BEHG 2009.

²⁷ Art. 33b Abs. 3 und Art. 33c BEHG 2009; Art. 58 UEV.

²⁸ Art. 53 UEV. Zu dieser sog. Put-up or Shut-up-Regel siehe Tschäni, PUSU, 657 ff.

²⁹ Siehe dazu Leuenberger/Thormann, M&A XVI, 201 ff.

³⁰ Siehe dazu Gericke, Marktsteuerung, 247 ff.

³¹ Zur Kontrollprämie siehe Daeniker, M&A XIII, 93 ff.

³² Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011, 6873 ff., 6901.

³³ Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG, SR 958.1).

³⁴ BBl 2014, 7584.

nur mit wenigen materiellen Änderungen verknüpft war. Erwähnenswert ist allerdings die Abschaffung der Pflicht zur Veröffentlichung der Angebotsdokumente in den Zeitungen³⁵.

Das letzte in den Zeitungen publizierte Angebotsinserat (2015):



Öffentliches Kaufangebot

von

TDK Magnetic Field Sensor G.K., Tokyo, Japan

für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien mit einem
Nennwert von je CHF 0.05 von

Micronas Semiconductor Holding AG, Zürich, Schweiz

TDK Magnetic Field Sensor G.K., eine nach japanischem Recht organisierte Gesellschaft mit Sitz in Tokyo, Japan (die **Anbieterin**), unterbreitet ein öffentliches Kaufangebot (das **Angebot**) im Sinne von Art. 22 ff. des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (**BEHG**) für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Micronas Semiconductor Holding AG, Zürich, Schweiz (**Micronas**) mit einem Nennwert von je CHF 0.05 (je eine **Micronas Aktie**).

Dieses Angebotsinserat stellt eine Zusammenfassung des Angebotsprospekts vom 22. Dezember 2015 dar. Der Angebotsprospekt, einschliesslich des Berichts des Verwaltungsrates von Micronas, kann in deutscher, französischer und englischer Sprache rasch und kostenlos angefordert werden bei UBS AG, Zürich (Tel.: +41 44 239 47 03; Fax: +41 44 239 69 14; E-Mail: swiss-prospectus@ubs.com). Der Angebotsprospekt und weitere mit dem Angebot in Zusammenhang stehende Informationen sind auch unter http://www.global.tdk.com/news_center/press/document.htm abrufbar. Die von Ernst & Young AG, Zürich, erstellte Fairness Opinion zu Handen des Verwaltungsrats von Micronas, in welcher das Angebot aus finanzieller Sicht als fair bestätigt wird, ist unter <http://www.micronas.com/en/investor-relations/publictenderoffer> abrufbar und kann rasch und kostenlos bei Micronas Semiconductor Holding AG, Technoparkstrasse 1, 8005 Zürich (Tel.: +41 44 445 39 60; E-mail: investor@micronas.com) bezogen werden.

2. Offenlegungsrecht

Wie das Übernahmerecht wurde auch die Pflicht der Investoren, bedeutende Beteiligungen an kotierten Gesellschaften offenzulegen, erstmals mit dem Inkrafttreten des BEHG am 1. Januar 1998 in der Schweiz eingeführt³⁶. Der untere Schwellenwert für die Auslösung einer Meldepflicht wurde bei einer Be-

³⁵ Siehe Art. 7 UEV. Ausserdem wurde das Prinzip der „Stoffgleichheit“ bei den Preisregeln eingeführt, wonach gewisse Barkäufe vor oder während eines freiwilligen Tauschangebots die Pflicht zum Angebot einer Baralternative auslösen können; siehe Art. 9a f. UEV.

³⁶ Art. 20 BEHG 1998.

teiligung von *fünf* Prozent der Stimmrechte festgelegt³⁷. Zudem war der Erwerb von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) auf weniger als fünf Prozent der Stimmrechte unabhängig vom Umfang der bestehenden Beteiligung von der Meldepflicht befreit³⁸. Diese Regelung erlaubte es, eine *Beteiligung von knapp zehn Prozent* (4.9% Aktien und z.B. 4.9% Call-Optionen) aufzubauen, ohne dies offenlegen zu müssen³⁹. Ausserdem waren Finanzinstrumente mit reinem Barausgleich, wie zum Beispiel Contracts for Difference oder Call-Optionen mit reinem Barausgleich, von der Offenlegungspflicht gar nicht erfasst⁴⁰.

Die vergleichsweise liberale Regelung mit Bezug auf die Offenlegung von Finanzinstrumenten ermöglichte es namentlich Hedge Funds bzw. aktivistischen Investoren, heimlich namhafte Beteiligungen von zum Teil über 20% aufzubauen und diese auf einen Schlag offenzulegen. In den Jahren 2005 bis 2007 kamen solche *handstreichartigen Übernahmen* von traditionsreichen Schweizer Unternehmen gehäuft vor – zu nennen sind namentlich die Beteiligungsnahmen an Unaxis/OC Oerlikon, SIG, Saurer, Converium, Ascom, Sulzer und Implenia⁴¹. In Reaktion auf diese verdeckten Übernahmen erfolgten im Jahr 2007 kurzfristig zwei wesentliche Verschärfungen des Offenlegungsrechts:

- Im Mai 2007 beschloss die EBK (heute FINMA) eine erste Teilrevision der BEHV-EBK, die auf den 1. Juli 2007 in Kraft trat⁴². Die Revision brachte namentlich zwei Neuerungen. Zum einen wurde festgehalten, dass die Meldepflicht für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte unabhängig davon besteht, ob diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen. Zum anderen wurde die 5%-Freigrenze für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte aufgehoben⁴³.

³⁷ Art. 20 Abs. 1 BEHG 1998.

³⁸ Art. 13 Abs. 3 BEHV-EBK 1998.

³⁹ Zusätzlich verstärkt wurde dieser Effekt durch das Meldefenster von 4 Börsentagen (Art. 18 Abs. 1 BEHV-EBK). Dadurch hatten Angreifer die Möglichkeit, nach dem meldefreien Erwerb von 4.9% Aktien sowie 4.9% Call-Optionen durch den Erwerb weiterer Aktien die Meldepflicht auszulösen und dann innerhalb der viertägigen Meldefrist noch so viele weitere Aktien wie möglich zu erwerben. Mit dieser Vorgehensweise konnte es einem Angreifer bei liquiden Titeln gelingen, die erste Meldung seiner Beteiligung über 12-16% der Aktien zu erstatten; siehe Watter/Dubs, M&A X, 181.

⁴⁰ Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK 1998.

⁴¹ Siehe dazu Watter/Dubs, M&A X, 174 ff.

⁴² Änderung der BEHV-EBK vom 23. Mai 2007, AS 2007, 2953 f.

⁴³ Siehe zu diesen Änderungen Watter/Dubs, M&A X, 192 ff.

- Im Juni 2007 wurde sodann eine umfassende Revision von Art. 20 BEHG beschlossen, welche auf den 1. Dezember 2007 in Kraft trat⁴⁴. Eine zentrale Änderung war die Einführung von neuen Schwellenwerten, insbesondere des untersten Schwellenwerts bei drei Prozent. Auch wurde die Addition von Aktien und Erwerbsrechten (Erwerbspositionen) gesetzlich verankert, und mit der Stimmrechtssuspendierung wurde eine neue Sanktion bei Verletzung der Meldepflicht eingeführt⁴⁵. In der Folge wurde auch die BEHV-EBK nach nur 6 Monaten ein zweites Mal angepasst⁴⁶. Namentlich wurde festgehalten, dass die Grenzwerte für Erwerbs- und Veräusserungspositionen je einzeln und unabhängig voneinander berechnet sowie beide gleichzeitig gemeldet werden müssen⁴⁷. Zudem wurden neu auch Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben, ausdrücklich der Meldepflicht unterstellt⁴⁸.

Durch diese Verschärfungen wurden handstreichartige Übernahmen verunmöglicht und fanden danach nicht mehr statt. In der Folge blieb das Offenlegungsrecht in den wesentlichen Punkten unverändert. Das am 1. Januar 2016 in Kraft getretene FinfraG übernahm die Bestimmungen materiell weitgehend unverändert⁴⁹.

3. Umstrukturierungsrecht

Eine weitere, für die M&A-Praxis überaus relevante Rechtsentwicklung der letzten 25 Jahre betrifft das Umstrukturierungsrecht. Waren früher lediglich die Fusion und die Umwandlung gesetzlich geregelt – und zwar überaus rudimentär in nur fünf Gesetzesartikeln⁵⁰ – so änderte sich dies mit dem Fusions-

⁴⁴ Änderung des BEHG vom 22. Juni 2007, AS 2007, 5291 f.; siehe zum Folgenden auch Watter/Dubs, M&A X, 195 ff.

⁴⁵ Art. 20 Abs. 2^{bis} und Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG 2007.

⁴⁶ Änderung der BEHV-EBK vom 1. November 2007, AS 2007, 5759 ff.

⁴⁷ Art. 10 Abs. 3 BEHV-EBK 2007.

⁴⁸ Art. 13 Abs. 1^{ter} BEHV-EBK 2007 i.V.m. Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG 2007.

⁴⁹ Siehe BBl 2014, 7500.

⁵⁰ Siehe Art. 748-750 und Art. 824-826 des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuchs (Fünfter Teil: Obligationenrecht, OR) vom 30. März 1911 (OR, SR 220), die allesamt mit dem Fusionsgesetz per 1. Juli 2004 aufgehoben wurden. Art. 748 und Art. 749 aOR regelten die Absorptions- bzw. Kombinationsfusion von Aktiengesellschaften und Art. 750 aOR die Absorption einer Aktiengesellschaft durch eine Kommanditgesellschaft. Art. 824-826 aOR enthielten Vorschriften für die Umwandlung einer Aktiengesellschaft in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung.

gesetz (FusG)⁵¹, welches am 1. Juli 2004 in Kraft trat. In 108 Artikeln regelt das Gesetz die Fusion, die Umwandlung, das neu geschaffene Institut der Spaltung und die als eigentliche Innovation bezeichnete Vermögensübertragung.

In der M&A-Praxis ist das FusG vor allem für *konzerninterne Umstrukturierungen* von erheblicher Bedeutung. Statistisch kommt die Fusion am häufigsten vor, gefolgt von der Umwandlung. Die Vermögensübertragung und vor allem die Spaltung sind demgegenüber weitaus seltener, wie die folgende Übersicht für den Kanton Zürich zeigt:

Vorkommen der Transaktionsformen des FusG im Kanton Zürich:

Jahr	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Fusion</i>	194	216	234	256	259	251	288	298	307
<i>Spaltung</i>	12	14	13	14	11	12	8	6	7
<i>Umwandlung</i>	150	162	167	150	161	149	176	162	186
<i>Vermögensübertragung</i>	54	52	48	44	64	64	51	56	56

Quelle: Statistisches Amt des Kantons Zürich, Statistik zu Handelsregistereinträgen vom Handelsregisteramt Kanton Zürich.

Auch wenn die *Fusion* in erster Linie im konzerninternen Verhältnis zum Zuge kommt, waren dennoch einige namhafte Zusammenschlüsse von Schweizer Publikumsgesellschaften zu verzeichnen, die mittels Fusion nach den Bestimmungen des FusG durchgeführt wurden. Zu nennen sind etwa die Übernahme der Maag Holding durch die Swiss Prime Site im Jahr 2005⁵², der Zusammen-

⁵¹ Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. Oktober 2003 (Fusionsgesetz, FusG, SR 221.301).

⁵² Es handelte sich um eine Absorptionsfusion. Die SPS schuf die für den Umtausch notwendigen neuen Aktien durch eine genehmigte Kapitalerhöhung, mit gleichzeitigem Splitting der Aktien; siehe dazu Vischer/Gnos, 783 ff.

schluss der Zschokke Holding und der Batigroup Holding zur Implenia im Jahr 2006⁵³ oder die vollständige Übernahme der Alcon durch die Novartis, welche im Januar 2010 angekündigt und im April 2011 vollzogen wurde⁵⁴.

Mit dem Fusionsgesetz wurde die Möglichkeit der *Abfindungsfusion* eingeführt, die sich dadurch auszeichnet, dass den Gesellschaftern der übertragenden Gesellschaft anstelle von Anteilsrechten der übernehmenden Gesellschaft wahlweise oder ausschliesslich eine Abfindung ausgerichtet wird⁵⁵. Da bei der Fusion mit zwangsweiser Abfindung – gemeinhin als *Squeeze-out Merger* bezeichnet – der Grundsatz der mitgliedschaftlichen Kontinuität durchbrochen wird, bedarf der entsprechende Fusionsbeschluss bei der übertragenden Gesellschaft einer Mehrheit von 90% der Stimmrechte⁵⁶. In der Praxis ist die Möglichkeit der Abfindungsfusion vor allem im Nachgang zu öffentlichen Kaufangeboten von Bedeutung, wenn der Anbieter zwar 90% der Aktien der Zielgesellschaft kontrolliert, die für die Kraftloserklärungsklage erforderliche Schwelle von 98%⁵⁷ aber nicht erreicht hat⁵⁸.

Wie die vorstehende Übersicht für den Kanton Zürich zeigt, kommen *Spaltungen* nach den Vorschriften des FusG selten vor. Dies mag zum einem daran liegen, dass Spaltungen ganz allgemein weniger häufig vorgenommen werden als Fusionen. Zum anderen ist festzustellen, dass die fusionsgesetzliche Spaltung in der Praxis wenig Akzeptanz gefunden hat. Vielmehr wird mehrheitlich das „altrechtliche“ Vorgehen gewählt, welches klassischerweise in einer Ausgliederung des abzusplattendes Geschäfts nach unten (mittels Vermögensübertragung oder Singularsukzession) und einer Ausschüttung der Anteile der aufnehmenden Gesellschaft an die Anteilhaber besteht⁵⁹. Namentlich bei Spin-offs von Publikumsgesellschaften gelangt fast ausschliesslich dieses Ver-

⁵³ Dieser Zusammenschluss wurde auf dem Weg einer umgekehrten Doppelannexionsfusion vollzogen; siehe dazu Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 600.

⁵⁴ Hinzuweisen ist des Weiteren auf die Übernahme der 3S Industries durch Meyer Burger Technologies im Jahr 2010, den Zusammenschluss zwischen der Lenzerheide Bergbahnen Danis Stätz und der Rothorn und Scalottas AG Lenzerheide im Jahr 2015 sowie die Übernahme der Afipa SA und der Holdivar SA durch die Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières im Jahr 2008.

⁵⁵ Art. 8 FusG.

⁵⁶ Art. 18 Abs. 5 FusG.

⁵⁷ Art. 137 Abs. 1 FinfraG.

⁵⁸ Zum Squeeze-out im Allgemeinen siehe Tschäni, Squeeze-out, 25 ff.; zur Abfindungsfusion siehe Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 215 ff. m.w.H.

⁵⁹ Zu der altrechtlichen Spaltung, der Frage nach deren Zulässigkeit unter Geltung des FusG und den Unterschieden zu der fusionsgesetzlichen Spaltung siehe ausführlich BSK FusG-Watter/Büchi, Art. 29, N 12 ff.

fahren zur Anwendung – zu nennen sind aus der jüngeren Vergangenheit beispielsweise der Spin-off der Alcon von der Novartis (2019) oder jener der Accelleron von der ABB (2022)⁶⁰. Die Gründe für die Prävalenz der altrechtlichen Spaltung sind vielfältig, doch lässt sich allgemein festhalten, dass das fusionsgesetzlich vorgesehene Verfahren im Vergleich zum altrechtlichen Vorgehen als sperrig und aufwändig wahrgenommen und die subsidiäre und zeitlich unbefristete Solidarhaftung der an der Spaltung beteiligten Rechtsträger⁶¹ als wesentlicher Nachteil empfunden wird.

Die *Vermögensübertragung* wurde anlässlich der parlamentarischen Debatten des Fusionsgesetzes als die eigentliche Innovation bezeichnet, der ein grosser praktischer Anwendungsbereich beschieden wurde⁶². Diese Erwartungen wurden zum Teil erfüllt⁶³. In der Praxis ist das Institut wiederum vor allem für konzerninterne Umstrukturierungen, namentlich für Ausgliederungen nach unten und Geschäftsübertragungen zur Seite von Bedeutung⁶⁴. Auch zur Übertragung der Vermögenswerte eines Einzelunternehmens auf eine neugegründete AG oder GmbH wird es verwendet, da die Umwandlung eines Einzelunternehmens in eine AG oder GmbH gesetzlich nicht vorgesehen ist⁶⁵. Für Unternehmenskäufe, die als Asset Deal strukturiert werden, wird die Vermögensübertragung hingegen nicht allzu oft gewählt, was auch dem Umstand geschuldet ist, dass der Kaufpreis bei einem als Vermögensübertragung strukturierten Unternehmenskauf öffentlich bekannt wird⁶⁶. Ungeachtet dessen hat sich die Vermögensübertragung als vielseitig einsetzbares Institut zur Übertragung von Gesamt- oder Teilvermögen in der Praxis bewährt.

⁶⁰ Soweit ersichtlich, wurde bislang erst ein Spin-off einer Publikumsgesellschaft mittels fusionsgesetzlicher Spaltung durchgeführt, nämlich jener der medmix durch die Sulzer im Jahr 2021; siehe <www.sulzer.com/de-ch/germany/shared/news/210527-sulzer-to-spin-off-applicator-systems-to-be-renamed-medmix>; siehe ferner BSK FusG-Watter/Büchi, Art. 29, N 12.

⁶¹ Art. 47 FusG; siehe dazu BSK FusG-Kägi/Ehrat, Art. 47, N 1 ff.

⁶² Siehe das Votum Schweiger zu Art. 69 FusG, AmltBull StR 2001, 158.

⁶³ Siehe HK FusG-Frick, Vorbemerkungen zu Art. 69-72 FusG, N 1 ff.

⁶⁴ Zur praktischen Aspekte der Vermögensübertragung siehe Watter, M&A XVIII, 7 ff.; Tschäni, Vermögensübertragung, 170 ff.

⁶⁵ HK FusG-Frick, Vorbemerkungen zu Art. 69-72 FusG, N 1a.

⁶⁶ Nach Art. 71 Abs. 1 lit. d FusG ist die Gegenleistung für das übertragene Vermögen ein notwendiger Bestandteil des Vermögensübertragungsvertrages, welcher seinerseits als Beleg beim Handelsregister öffentlich zugänglich ist. Zu den verschiedenen Vor- und Nachteilen der Vermögensübertragung zur Strukturierung von Asset Deals im Vergleich zur Singularkession siehe Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 263, sowie Tschäni, Vermögensübertragung, 171 ff.

Mit dem FusG wurde die *Ausgleichsklage* als neues Instrument zur Überprüfung der Wahrung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte eingeführt⁶⁷. Mit ihr kann jeder Gesellschafter einer beteiligten Gesellschaft verlangen, dass das Gericht eine angemessene Ausgleichszahlung festsetzt, wenn bei einer Fusion, Spaltung oder Umwandlung die Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte nicht angemessen gewahrt sind oder die Abfindung nicht angemessen ist⁶⁸. Von praktischer Relevanz ist die Klage namentlich für den Spezialfall der Abfindungsfusion (*Squeeze-out Merger*) im Nachgang zu einem öffentlichen Kaufangebot. Allerdings sind die Schweizer Gerichte bei der Beurteilung der Angemessenheit – im Unterschied zu der Situation z.B. in Deutschland – überaus zurückhaltend. Nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung liegt eine justiziable Unangemessenheit des Umtauschverhältnisses grundsätzlich nur dann vor, wenn dieses in Überschreitung des Ermessensspielraums geradezu willkürlich festgesetzt wird⁶⁹. Dies ist namentlich der Fall, wenn die Festsetzung des Umtauschverhältnisses bzw. der Abfindung auf falschen oder unvollständigen tatsächlichen Annahmen beruht oder anerkannte Bewertungsgrundsätze und -methoden nicht oder unzutreffend angewendet wurden⁷⁰. Die Ausgleichsklage dient somit nicht dazu, eine vertretbare Bewertung umzustossen und durch eine eigene, höhere Bewertung zu ersetzen⁷¹. Diese zurückhaltende Praxis des Bundesgerichts ist zu begrüßen. Zum einen belässt sie den zuständigen Leitungsorganen der beteiligten Gesellschaften den notwendigen Freiraum, um das Umtauschverhältnis bzw. die Abfindung nach eigenem, pflichtgemässen Ermessen zu verhandeln und festzusetzen. Zum anderen schützt sie die Aktionäre vor fehlerhaften Bewertungen und willkürlicher Ermessensausübung.

4. Wertpapierrecht

Auch das Wertpapierrecht hat sich in den letzten 25 Jahren markant entwickelt – von der Urkunde hin zum digitalen Token. Diese Entwicklungen sind auch an der M&A-Praxis nicht spurlos vorbeigegangen und sind namentlich bei der weitaus häufigsten Transaktionsform, dem Aktienkauf, zu beachten.

⁶⁷ Art. 105 FusG.

⁶⁸ Art. 105 Abs. 1 FusG.

⁶⁹ Urteil des Bundesgerichts 4A_341/2011 vom 21. März 2012 E. 5.1.4.

⁷⁰ Urteil des Bundesgerichts 4A_96/2011 vom 20. September 2011 E. 5.4.

⁷¹ BGer 4A_341/2011 E. 5.3.2.

Im Jahr 2010 wurde die wertpapierlose Aktie gesetzlich geregelt⁷². Nach nunmehr geltendem Recht können Aktien, sofern in den Statuten vorgesehen, als *einfache Wertrechte* ausgegeben werden, indem der erste Nehmer in ein Wertrechtebuch eingetragen wird⁷³. Die Übertragung der Aktien erfolgt sodann durch schriftliche Abtretungserklärung⁷⁴. Sind Aktien als einfache Wertrechte ausgestaltet, ist diesem Umstand im Rahmen einer M&A-Transaktion in der Due Diligence sowie beim Vollzug Rechnung zu tragen. Dabei ergibt sich nicht selten das Problem, dass eine lückenlose Zessionskette vom ersten Nehmer bis zum Verkäufer der Aktien nicht erstellt werden kann, wobei oft unklar ist, ob eine Zession tatsächlich nicht vorgenommen wurde oder ob lediglich das Dokument nicht mehr auffindbar ist⁷⁵.

Seit dem 1. Oktober 2009 können Aktien auch als *Bucheffekten* nach den Bestimmungen des Bucheffektengesetzes⁷⁶ ausgegeben werden. Heute sind fast alle an einer Schweizer Börse kotierten Aktien als Bucheffekten ausgestaltet. Diese werden von der SIX SIS AG zentral verwahrt und über das von der SIX x-clear AG betriebene schweizerische Clearingsystem in rein elektronischer Form abgewickelt. Aktien werden zu Bucheffekten, indem die Gesellschaft i.d.R. einfache Wertrechte im Hauptregister der SIX SIS AG eintragen lässt und diese anschliessend einem oder mehreren Effektenkonten gutgeschrieben werden⁷⁷. Die Übertragung erfolgt sodann durch Weisung des Kontoinhabers an seine depotführende Bank und anschliessende Gutschrift auf dem Effektenkonto des Erwerbers⁷⁸. Eine Übertragung durch Zession ist nicht möglich. Im M&A-Bereich sind diese Übertragungsvoraussetzungen namentlich bei *Block Trades* von Bedeutung. Im Kaufvertrag werden die Weisung des Verkäufers und Gutschrift der Aktien auf dem Konto des Käufers gegen Gutschrift des Kaufpreises auf dem Konto des Verkäufers als Vollzugshandlungen

⁷² In Art. 973c OR, in Kraft getreten am 1. Januar 2010.

⁷³ Art. 622 Abs. 1 und Art. 973c Abs. 2 OR. Der Eintrag im Wertrechtebuch ist konstitutiv, Art. 973c Abs. 3 OR.

⁷⁴ Art. 973c Abs. 4 OR.

⁷⁵ Aktien, die als einfache Wertrechte ausgestaltet sind, können vom Nichtberechtigten nicht gutgläubig erworben werden, siehe von der Crone, § 12 Rz. 282 m.w.H. Auch bei als Ordrepapieren ausgegebenen Namenaktien setzt der gutgläubige Erwerb eine lückenlose Indossamentenkette voraus; liegt das Wertpapier vor, lässt sich jedoch einfach feststellen, ob Lücken vorhanden sind oder nicht.

⁷⁶ Bundesgesetz über Bucheffekten vom 3. Oktober 2008 (Bucheffektengesetz, BEG, SR 957.1).

⁷⁷ Art. 6 Abs. 1 lit. c BEG.

⁷⁸ Art. 24 BEG; siehe Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 144. Bei einer ausserbörslichen Übertragung von vinkulierten Namenaktien gehen die zu übertragenden Rechte zudem erst auf den Erwerber über, wenn dieser bei der Gesellschaft ein Gesuch um Anerkennung als Aktionär gestellt hat (Art. 685f Abs. 1 Satz 2 OR).

regelmässig spezifisch geregelt. Manchmal wird ein Vollzugsprotokoll erstellt, mit Kopien der Gutschriftsanzeigen als Anhänge⁷⁹. Komplexer wird die vertragliche Situation bei Escrows oder Pfandrechten über kotierte Aktien, z.B. wenn der Käufer einen Teil des Kaufpreises in eigenen kotierten Aktien bezahlt und diese als Haftungssubstrat für allfällige Ansprüche des Käufers nach dem Closing dienen sollen⁸⁰. Gegebenenfalls ist zu entscheiden, ob die Aktien auf den Verkäufer (Normalfall) oder die Escrow-Agentin (Ausnahmefall) übertragen werden sollen. Jedenfalls sind regelmässig zwei Verträge abzuschliessen – ein Escrow-Vertrag einerseits und zur Perfektion eine Kontrollvereinbarung nach Art. 24 BEG andererseits⁸¹.

Die jüngste Änderung erfuhr das Wertpapierrecht mit dem *DLT-Gesetz*⁸², welches 2021 in zwei Tranchen in Kraft getreten ist. Durch die neuen Bestimmungen soll das Obligationen- und insbesondere das Aktienrecht⁸³ an die technologischen Entwicklungen und die neuen Möglichkeiten der Distributed-Ledger-Technologie (DLT) und der Blockchain-Technologien angepasst werden. Mit dem DLT-Gesetz wurde die Möglichkeit einer elektronischen Registrierung von Rechten geschaffen, welche die Funktionen von Wertpapieren gewährleisten kann⁸⁴. Die so geschaffenen wertpapierähnlichen Rechte werden als Registerwertrechte bezeichnet, das zugrundeliegende Register als Wertrechtregister⁸⁵. Das DLT-Gesetz ermöglicht unter anderem die Tokenisierung von Beteiligungspapieren einer Aktiengesellschaft, das heisst die Registrierung der Aktien in einem DLT-System⁸⁶. Die Übertragung der als Registerwertrechte ausgegebenen Aktien kann nur über das Wertrechtregister erfolgen und untersteht den Regeln der Registrierungsvereinbarung⁸⁷. Man darf erwarten, dass diese Entwicklungen in der Zukunft für Share Deals von Bedeutung werden, namentlich in Konstellationen, in welchen die Zielgesellschaft über eine Vielzahl von Aktionären verfügt und ihre Aktien daher als Registerwertrechte ausgegeben hat.

⁷⁹ Siehe Tschäni/Diem, M&A XV, 129 f.

⁸⁰ Zum Escrow-Vertrag im Allgemeinen siehe Isler, M&A II, 181 ff.

⁸¹ Siehe z.B. Arpagaus/Stadler/Werlen, Rz. 1329.

⁸² Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register vom 25. September 2020 (AS 2021, 33). Siehe auch die dazugehörige Botschaft vom 27. November 2019, BBl 2020, 233 ff.

⁸³ Geändert bzw. eingefügt wurden Art. 622 Abs. 1 und Abs. 1bis, Art. 973a (Randtitel), Art. 973c (Randtitel und Abs. 1) und Art. 973d-973i OR.

⁸⁴ Botschaft zum Bundesgesetz zur Anpassung des Bundesrechts an Entwicklungen der Technik verteilter elektronischer Register vom 27. November 2019, BBl 2020, 233 ff., 259.

⁸⁵ Vgl. Art. 973d OR.

⁸⁶ Siehe Gaberthüel/Grivel, 254 ff.

⁸⁷ Art. 973d Abs. 1 Ziff. 2 und Art. 973f Abs. 1 OR.

5. Vergütungsrecht

In Umsetzung der am 3. März 2013 angenommenen Volksinitiative „gegen die Abzockerei“ ist am 1. Januar 2014 die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV)⁸⁸ in Kraft getreten. Die Vorschriften sind auf den 1. Januar 2023 mit wenigen Anpassungen in das revidierte Aktienrecht überführt worden⁸⁹.

Die VegüV brachte für börsenkotierte Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz eine Reihe von Änderungen mit sich, die auch im M&A-Kontext von Bedeutung sind. Hinzuweisen ist zunächst auf das mit der VegüV eingeführte, strafbewährte Verbot von Übernahmepremien und Abgangsentschädigungen⁹⁰. Im Fokus standen namentlich die sog. *Golden Parachutes*, also Zahlungen an Mitglieder des Verwaltungsrates oder der Geschäftsleitung im Zusammenhang mit einem Kontrollwechsel der Gesellschaft, sei dies mit (double trigger) oder ohne Beendigung des Arbeitsverhältnisses (single trigger)⁹¹. Solche Zahlungen, die in den USA zuweilen sehr hoch ausfallen, sind in der Schweiz unzulässig⁹². Die Verbote sind aber auch bei der Anpassung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen im Zusammenhang mit öffentlichen Kaufangeboten zu beachten⁹³.

Sodann sind kotierte Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz seit dem Jahr 2013 verpflichtet, die Mitglieder und den Präsidenten des Verwaltungsrates jährlich je einzeln zur Wahl zu stellen⁹⁴. Längere Amtsperioden sind nicht mehr möglich, was den Verwaltungsrat in seiner Zusammensetzung instabiler machte⁹⁵. Auch ist die Möglichkeit entfallen, die Mitglieder mit gestaffelten Amtszeiten

⁸⁸ Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften vom 20. November 2013 (VegüV, SR 221.331, nicht mehr in Kraft).

⁸⁹ Namentlich in Art. 732 ff. OR; gleichzeitig wurde die VegüV aufgehoben.

⁹⁰ Art. 735c Ziff. 1 und Ziff. 6 OR sowie Art. 154 des Schweizerischen Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937 (StGB, SR 311.0; vormals Art. 20 f. und Art. 24 VegüV).

⁹¹ Zu *Golden Parachutes* bei M&A-Transaktionen vor der VegüV siehe Daeniker/Nikitine, M&A IX, 122 ff.

⁹² Unter der VegüV war allerdings umstritten, ob das Verbot von Übernahmepremien auf die Übernahme der kotierten Gesellschaft selbst überhaupt anwendbar war; siehe z.B. GesKR-Kommentar VegüV-Tschäni, Art. 20, N 18; Praxiskommentar VegüV-Oser/Müller, Art. 20, N 138; BSK VegüV-Pöschel, Art. 20, N 116. Mit der Überführung in das Aktienrecht, in welcher der Passus „durch die Gesellschaft...“ gestrichen wurde, dürfte die Streitfrage obsolet geworden sein.

⁹³ Siehe dazu Diem, M&A XXIV, 17 ff.

⁹⁴ Art. 710 Abs. 1 und Art. 712 Abs. 1 OR (vormals Art. 3 f. VegüV).

⁹⁵ Böckli, Vorentwurf, 24, sieht die Verwaltungsräte allgemein einem höheren Instabilitätsrisiko ausgesetzt. Allgemein kritisch gegenüber der einjährigen Amtszeit Böckli, Aktienrecht, § 9 Rz. 66.

zu wählen, sodass jedes Jahr lediglich z.B. ein Drittel des Verwaltungsrates zur Wahl ansteht (*Staggered Board*)⁹⁶. Vor Inkrafttreten der VegüV wurden *Staggered Boards* allgemein als geeignetes Mittel angesehen, um überfallartige Übernahmen zu erschweren⁹⁷. Neben der jährlichen Wahl des Verwaltungsrates hat auch die bindende jährliche Abstimmung der Generalversammlung über die Vergütung des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung⁹⁸ dazu beigetragen, dass der Einfluss der Aktionäre und Stimmrechtsberater (*Proxy Advisor*) auf den Verwaltungsrat gestiegen ist. Insgesamt haben die Neuerungen dazu geführt, dass Schweizer kotierte Gesellschaften für Druckversuche von aktivistischen Aktionären oder einer übernahmewilligen Partei anfälliger geworden sind⁹⁹.

6. Aktienrecht

Das Aktienrecht hat in den 25 Jahren seit Erscheinen des ersten Bands der vorliegenden Reihe zahlreiche Änderungen erfahren, die auch für die M&A-Praxis von Bedeutung sind. Kurz einzugehen ist auf die sog. „GAFI-Pflichten“ und die Aktienrechtsrevision 2020¹⁰⁰.

Mit Bezug auf privat gehaltene Gesellschaften ist zunächst auf die Einführung der „GAFI-Pflichten“ im Jahr 2015¹⁰¹ und die faktische Abschaffung der Inha-

⁹⁶ Praxiskommentar VegüV-Daeniker, Art. 3, N 27.

⁹⁷ Siehe Tschäni/Diem, M&A X, 122.

⁹⁸ Art. 735 f. OR (vormals Art. 18 f. VegüV).

⁹⁹ Tschäni/Diem, M&A XX, 51.

¹⁰⁰ Nicht dargestellt werden nachfolgend die zahlreichen weiteren Entwicklungen im Aktien- und Rechnungslegungsrecht, wie z.B. die „kleine“ Aktienrechtsrevision von 2005 (Gründung durch einen einzelnen Gründer, Abschaffung des Nationalitäts- und Wohnsitzerfordernisses für den Verwaltungsrat, usw.) und die gleichzeitige Revision des GmbH-Rechts, die am 1. Januar 2008 in Kraft getretene Neugestaltung des Revisionsrechts, die auf den 1. Januar 2013 in Kraft gesetzte vollständige Überarbeitung des Rechnungslegungsrechts (siehe dazu Watter/Henry, M&A XVI, 7 ff.) oder die Einführung der Pflicht zur nichtfinanziellen Berichterstattung (Art. 964a-964c OR) und der Sorgfaltspflichten und Transparenz bezüglich Mineralien und Metallen aus Konfliktgebieten und Kinderarbeit (Art. 964j-964l OR) per 1. Januar 2022.

¹⁰¹ Art. 697i ff. OR; siehe Bundesgesetz vom 12. Dezember 2014 zur Umsetzung der 2012 revidierten Empfehlungen der Groupe d'action financière (AS 2015, 1389) sowie die diesbezügliche Botschaft zur Umsetzung der 2012 revidierten Empfehlungen der Groupe d'action financière (GAFI) vom 13. Dezember 2013, BBl 2014, 605 ff.

beraktien per 1. Mai 2021¹⁰² hinzuweisen. Nach der nunmehr geltenden Rechtslage muss, wer allein oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien einer nicht kotierten Gesellschaft erwirbt und dadurch den Grenzwert von 25% des Aktienkapitals oder der Stimmen erreicht oder überschreitet, der Gesellschaft innerhalb eines Monats die wirtschaftlich berechtigte Person melden¹⁰³. Die Gesellschaft hat ihrerseits ein Verzeichnis über die ihr gemeldeten wirtschaftlich berechtigten Personen zu führen¹⁰⁴. Wird der Meldepflicht nicht nachgekommen, ruhen die Mitgliedschaftsrechte solange, bis die Meldung erfolgt; ausserdem droht eine Verwirkung der Vermögensrechte¹⁰⁵. Zusätzlich wurden im Jahr 2019 strafrechtliche Sanktionen für die Verletzung der Meldepflichten sowie für die nicht vorschriftsgemässe Führung des Aktienbuchs und des Verzeichnisses der wirtschaftlich berechtigten Personen eingeführt¹⁰⁶. Im Rahmen einer M&A-Transaktion sind die GAFI-Pflichten namentlich bei der Due Diligence und beim Vollzug der Transaktion von Bedeutung. So kann sich während der Due Diligence z.B. die nicht einfach zu beantwortende Frage ergeben, wie mit Generalversammlungsbeschlüssen (z.B. Wahlen in den Verwaltungsrat) und daran anschliessenden Rechtsgeschäften (z.B. Vertragsabschlüsse durch die gewählten Verwaltungsratsmitglieder) umzugehen ist, wenn an den Beschlüssen ein Aktionär mitwirkte, dessen Stimmrechte aufgrund einer unterlassenen GAFI-Meldung ruhen. Im Zusammenhang mit dem Closing ist darauf zu achten, dass die GAFI-Pflichten in der Euphorie nicht vergessen gehen.

Am 19. Juni 2020 haben die eidgenössischen Räte nach einer rund zwanzigjährigen Revisionsgeschichte die *Aktienrechtsrevision* verabschiedet¹⁰⁷. Die geänderten Vorschriften sind zum grössten Teil am 1. Januar 2023 in Kraft getreten¹⁰⁸. Zahlreiche Änderungen sind auch im M&A-Kontext relevant, erwähnt seien hier nur die folgenden:

¹⁰² Gemäss Art. 622 Abs. 1^{bis} OR sind Inhaberaktien nur noch zulässig, wenn die Gesellschaft Beteiligungspapiere an einer Börse kotiert hat oder die Inhaberaktien als Bucheffekten ausgestaltet und bei einer Verwahrungsstelle in der Schweiz hinterlegt oder im Hauptregister eingetragen sind. Die Übergangsfrist, innerhalb welcher Inhaberaktien in Namenaktien umgewandelt werden mussten, endete am 30. April 2021; siehe Art. 4 der Ueb. Best. zur Änderung vom 21. Juni 2019; siehe zum Ganzen Gericke/Kuhn, 1272 ff.

¹⁰³ Art. 697j OR.

¹⁰⁴ Art. 697l OR.

¹⁰⁵ Art. 697m OR.

¹⁰⁶ Art. 327 und 327a StGB.

¹⁰⁷ AS 2020, 4005 ff.; siehe auch Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 23. November 2016, BBl 2017, 399 ff.

¹⁰⁸ Bereits seit 1. Januar 2021 in Kraft sind die Vorschriften bezüglich Geschlechterquoten (Art. 734f OR) und Transparenz bei Rohstoffunternehmen (Art. 964d-964i OR).

- Mit der Revision wurden die *Mitwirkungsrechte der Aktionäre* insbesondere von börsenkotierten Gesellschaften gestärkt. So wurde die Schwelle für das Recht, die Einberufung einer Generalversammlung zu verlangen, auf 5 Prozent der Stimmrechte oder des Kapitals und jene für die Traktandierung von Verhandlungsgegenständen auf 0.5 Prozent der Stimmrechte oder des Kapitals herabgesetzt¹⁰⁹. Aktionäre, welche die Traktandierungsschwelle erreichen, können im Vorfeld einer Generalversammlung auch Anträge stellen; diese, wie auch eine allfällige kurze Begründung, müssen in der Einladung zur Generalversammlung aufgenommen werden¹¹⁰. Anträge von Aktionären sind auch im Weisungsformular für den unabhängigen Stimmrechtsvertreter aufzuführen¹¹¹, was auch den nicht persönlich teilnehmenden Aktionären die Möglichkeit gibt, für Aktionärsanträge zu stimmen. Schliesslich darf der unabhängige Stimmrechtsvertreter der Gesellschaft nur noch allgemeine Auskünfte über die eingegangenen Weisungen erteilen, und auch dies frühestens drei Werktage vor der Generalversammlung¹¹². Diese Änderungen stellen nicht zuletzt für *aktivistische Aktionäre* willkommene Erleichterungen dar und führen möglicherweise zu einer Zunahme von *Proxy Fights*¹¹³.
- Neu ist die *Dekotierung* der Beteiligungspapiere der Gesellschaft eine unübertragbare Kompetenz der Generalversammlung¹¹⁴. Diese Kompetenzverschiebung vom Verwaltungsrat zur Generalversammlung ist namentlich im Zusammenhang mit öffentlichen Kaufangeboten von Bedeutung. Es gilt, den Dekotierungsbeschluss mit dem Kaufangebot bzw. dem nachfolgenden Squeeze-out zu koordinieren¹¹⁵.
- Das revidierte Aktienrecht lässt die *Zusammenlegung von Aktien* bei börsenkotierten Gesellschaften nun auch ohne Zustimmung aller Aktionäre zu¹¹⁶. Erforderlich ist ein Generalversammlungsbeschluss mit zwei Drittel der vertretenen Stimmen und der absoluten Mehrheit der vertretenen

¹⁰⁹ Art. 699 Abs. 3 Ziff. 1 und Art. 699b Abs. 1 Ziff. 1 OR.

¹¹⁰ Art. 699b Abs. 2 und Abs. 3 OR.

¹¹¹ Art. 689c Abs. 4 Ziff. 1 OR.

¹¹² Art. 689c Abs. 5 OR.

¹¹³ Siehe Gericke, M&A XXIII, 75; zu Proxy Fights im Allgemeinen siehe Watter/Rampini, M&A III, 1 ff., sowie Daeniker/Waller, M&A XI, 75 ff.

¹¹⁴ Art. 698 Abs. 2 Ziff. 8 OR. Der Beschluss setzt eine Mehrheit von zwei Drittel der vertretenen Stimmen und der absoluten Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte voraus, Art. 704 Abs. 1 Ziff. 12 OR.

¹¹⁵ Zu den verschiedenen Möglichkeiten siehe Gericke, M&A XXIII, 71.

¹¹⁶ Art. 623 Abs. 2 OR.

Aktiennennwerte¹¹⁷. Damit werden *Reverse Share Splits* zur Behebung von sehr tiefen Aktienkursen („Penny Stock“) erheblich erleichtert. Ob Aktienzusammenlegungen künftig auch für *Squeeze-out-Transaktionen* zur Anwendung gelangen können, bleibt allerdings abzuwarten¹¹⁸.

- Hinzuweisen ist ferner auf die *Abschaffung der Sachübernahmevorschriften*, eine in der Praxis willkommene Erleichterung¹¹⁹. Auch wurde die Frist zur *Durchführung der ordentlichen Kapitalerhöhung* von drei auf sechs Monate verlängert¹²⁰, was für die Finanzierung von Akquisitionen sowie für *Share-for-Share Deals* von Bedeutung ist. Sodann erleichtert das *Kapitalband*¹²¹ die Kapitalherabsetzung und eröffnet Gestaltungsspielraum für eine Reihe von Transaktionen und Instrumente, wie z.B. *redeemable* oder *convertible shares*¹²². Auch die explizite Zulassung von *echten Zwischendividenden*¹²³ ist zu begrüßen, wenn es etwa darum geht, eine Gesellschaft im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion mittels einer Spezialdividende „leichter“ zu machen.

IV. Transaktionen – ausgewählte Aspekte

i. Grosstransaktionen \geq CHF 5 Mrd.

In den letzten 25 Jahren wurden insgesamt 23 Transaktionen mit einem Transaktionswert von jeweils mindestens CHF 5 Mrd. und einer Schweizer Zielgesellschaft bzw. Zusammenschlusspartei angekündigt und vollzogen¹²⁴. Davon waren sieben als öffentliche Kaufangebote, neun als Unternehmenskäufe (grossmehrheitlich *Share Deals*), drei als *Triangular Mergers/Schemes of Arrangement*, zwei als *Spin-offs* und eine Transaktion als *Fusion* nach den Bestimmungen des *FusG* strukturiert. Die Wahl der jeweiligen Transaktionsstruktur hängt wesentlich davon ab, ob es sich um einen Zusammenschluss zweier gleichberechtigter Partner (*Merger of Equals*¹²⁵) oder eine Kontrollübernahme einer der Parteien (*Takeover*) handelt. Ausserdem bilden der statuta-

¹¹⁷ Art. 704 Abs. 1 Ziff. 2 OR.

¹¹⁸ Siehe dazu Gericke, M&A XXIII, 63.

¹¹⁹ Kritisch jedoch Böckli, Aktienrecht, § 2 Rz. 28 ff.

¹²⁰ Art. 650 Abs. 3 OR.

¹²¹ Art. 653s ff. OR.

¹²² Siehe Gericke, M&A XXIII, 65 ff.

¹²³ Art. 675a OR.

¹²⁴ Die einzelnen Transaktionen sind in Anhang 1 aufgeführt.

¹²⁵ Zum Thema *Mergers of Equals* (bzw. *Unequals*) siehe ausführlich Gerhard, M&A XXII, 53 ff.

rische Sitz der beteiligten Gesellschaften, die steuerliche Situation und nicht zuletzt auch die gebotene Erfolgswahrscheinlichkeit bzw. die Vollzugsrisiken wichtige Faktoren für die Wahl der einschlägigen Struktur¹²⁶.

Mit einem Transaktionswert von CHF 47 Mrd. stellte die Übernahme der Syngenta AG (Syngenta) durch die China National Chemical Corporation (ChemChina) im Jahr 2016 das grösste *öffentliche Kaufangebot* überhaupt dar¹²⁷. Nachdem der Verwaltungsrat der Syngenta den Aktionären das Angebot von ChemChina zur Annahme empfohlen hatte, nahm die Mehrheit der Syngenta-Aktionäre das Angebot an. ChemChina erlangte mehr als 98% der Aktien an Syngenta, was den Squeeze-out der restlichen Aktionäre mittels Kraftloserklärungsklage ermöglichte. Nach der Übernahme wurden die Syngenta-Aktien von der SIX und der NYSE dekotiert. Die Transaktion war in vielfacher Hinsicht wegweisend. Zu erwähnen sind namentlich der Zeitplan des Angebots mit mehrfachen Verlängerungen der Angebotsfrist um mehrere Monate, die Koordination mit den US-amerikanischen Übernahmevorschriften oder die Denomination des Angebotspreises in US-Dollar¹²⁸.

Die grösste *Übernahme eines privat gehaltenen Unternehmens* der letzten 25 Jahre stellt, soweit ersichtlich, die als Zusammenschluss strukturierte und im Jahr 2022 angekündigte Übernahme der Firmenich International SA (Firmenich) durch die DSM N.V. (DSM) dar¹²⁹. Der Wert der Transaktion, die im ersten Halbjahr 2023 vollzogen werden soll, beträgt über EUR 19 Mrd. Die Transaktion sieht vor, dass eine neu gegründete DSM-Firmenich den DSM-Aktionären in einem ersten Schritt ein öffentliches Umtauschangebot mit einem Umtauschverhältnis von 1:1 unterbreitet, und die Firmenich-Aktionäre ihre Aktien in einem zweiten Schritt in die DSM-Firmenich einbringen sowie eine Barzahlung von EUR 3.5 Mrd. erhalten. Im Ergebnis werden die DSM-Aktionäre voraussichtlich einen Anteil von 65.5% und die Firmenich-Aktionäre einen Anteil von 34.5% an DSM-Firmenich halten, deren Aktien an der Euronext in Amsterdam kotiert werden sollen.

Der grösste *Zusammenschluss* der letzten 25 Jahre war mit einem Transaktionswert von rund EUR 47 Mrd. die Quasifusion zwischen der Holcim AG (Holcim) und der Lafarge SA (Lafarge) im Jahr 2015. Der Merger of Equals wurde als

¹²⁶ Zu den unterschiedlichen Transaktionsstrukturen und den Auswahlfaktoren siehe Tschäni/Diem, M&A XX, 25 ff., sowie Tschäni, M&A XI, 109 ff.

¹²⁷ Siehe <www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0624>.

¹²⁸ Siehe Tschäni/Diem, M&A XX, 62 ff.

¹²⁹ Siehe zu dieser Transaktion <www.creator-innovator.com/media/hrshpysl/31-may-22-press-release-dsm-and-firmenich-to-merge-becoming-the-leading-creation-and-innovation-partner-in-nutrition-beauty-and-well-being.pdf>.

öffentliches Umtauschgebt nach französischem Recht strukturiert, wobei die als Fusionsentschädigung benötigten neuen Holcim-Aktien mittels Sacheinlagekapitalerhöhung geschaffen wurden. Im Rahmen der Transaktion wurde Holcim in LafargeHolcim umfirmiert, und die Aktien wurden zusätzlich an der Euronext Paris kotiert. Seit 2021 trägt der Konzern wieder die Firma Holcim.

Die bislang grösste *Fusion* nach den Bestimmungen des FusG stellt mit einem Transaktionswert von CHF 38 Mrd. die vollständige Übernahme der Alcon, Inc. (Alcon) durch die Novartis AG (Novartis) im Jahr 2010 dar¹³⁰. Im Zeitpunkt der Fusion hielt Novartis bereits eine Beteiligung von rund 77% der Alcon-Aktien. Nach der Ankündigung entstanden einige Kontroversen um die Bewertung der Alcon und die Genehmigung des Fusionsvertrages durch den Alcon-Verwaltungsrat¹³¹. Die Alcon-Aktionäre (mit Ausnahme der Novartis) erhielten eine Fusionsentschädigung im Wert von USD 168 pro Alcon-Aktie, bestehend in Novartis-Aktien mit einem Austauschverhältnis von 1:2.8 sowie einer Put Option, die jedem Alcon-Aktionär bei Ausübung das Recht auf eine Barzahlung verlieh, deren Höhe der Differenz zwischen USD 168 und dem Börsenkurs der 2.8 Novartis-Aktien entsprach.

Der grösste *Spin-off* der Berichtsperiode betraf wiederum Alcon, welche Novartis im Jahr 2019 nach knapp zehnjähriger Haltedauer wieder abspaltete. Die Transaktion wies einen Wert von CHF 27 Mrd. auf. Dabei wurde das Geschäft der Alcon in ein separat gehandeltes, eigenständiges Unternehmen ausgegliedert. Der Spin-off erfolgte durch eine anteilige Ausschüttung der Alcon-Aktien mittels Sachdividende an die Novartis-Aktionäre und Inhaber von American Depositary Receipts der Novartis. Durch den Spin-off wurde Alcon wieder zu einem unabhängigen Unternehmen, welches an der SIX und der NYSE kotiert ist¹³².

Alle Grosstransaktionen der letzten 25 Jahre waren *freundliche Transaktionen*, d.h. sie wurden verhandelt, vertraglich vereinbart und gemeinsam annonciert. In einigen wenigen Fällen erwuchs Widerstand von Aktionärsseite, so z.B. beim Zusammenschluss von Holcim und Lafarge, welcher den Vollzug jedoch nicht verhinderte. Im Schnitt dauerte die Phase von der Annoncierung bis zum Vollzug der Transaktionen rund 9-12 Monate. In 16 der 23 Transaktionen wechselte die Kontrolle auf eine ausländische Partei. Mit Ausnahme des Verkaufs der von Nestlé gehaltenen Alcon-Aktien an Novartis im Jahr 2008 und der vollständigen Übernahme der Alcon durch Novartis im Jahr 2010 gab es keine rein

¹³⁰ Zu dieser Transaktion siehe Tschäni/Diem, M&A XX, 25 ff. und 32 f. m.w.H.

¹³¹ Siehe Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 601.

¹³² Siehe <www.novartis.com/sites/novartis.com/files/2019-novartis-agm-alcon-de.pdf>.

schweizerischen Grosszusammenschlüsse. Im Vergleich dazu wurden die historisch grössten Schweizer Transaktionen vor mehr als 25 Jahren als Zusammenschlüsse von Schweizer Gesellschaften mittels Fusion durchgeführt. Zu nennen sind namentlich die Fusion zwischen der CIBA-Geigy und der Sandoz zur Novartis im Jahr 1996 mit einem Wert von CHF 70 Mrd. und die Fusion zwischen der Schweizerischen Bankgesellschaft und dem Schweizerischen Bankverein im Jahr 1998 mit einem Wert von CHF 85 Mrd., welche beide als sog. umgekehrte Doppelabsorptionsfusion durchgeführt worden waren¹³³.

2. Nullerjahre: Ära der Übernahmekämpfe

Die Nullerjahre des zwanzigsten Jahrhunderts lassen sich aus M&A-Sicht als *Ära der Übernahmekämpfe* bezeichnen. Die aktive Phase setzte nach dem Platzen der Dotcom-Blase ein und dauerte bis zum Ausbruch der globalen Finanzkrise. Verdeckte Beteiligungsnahmen¹³⁴ und überraschend unterbreitete, feindliche Kaufangebote waren an der Tagesordnung. Von den insgesamt 24 unfreundlichen Kaufangeboten der letzten 25 Jahre wurden deren 20 in dieser Zeitspanne unterbreitet¹³⁵. Insgesamt waren lediglich zehn unfreundliche Angebote erfolgreich. In 14 Fällen scheiterte das Angebot, wobei in sechs Fällen das konkurrierende Angebot eines White Knight erfolgreich war¹³⁶. Auch überraschende, unfreundliche Konkurrenzangebote kamen vor¹³⁷. Die Übernahme- und Abwehrschlachten wurden entschlossen geführt, und die Protagonisten scheuten nicht davor zurück, sich persönlich zu exponieren, z.B. in ganz- und mehrseitigen Zeitungsinseraten:

¹³³ Siehe dazu Tschäni/Diem, M&A XX, 30 ff. m.w.H.

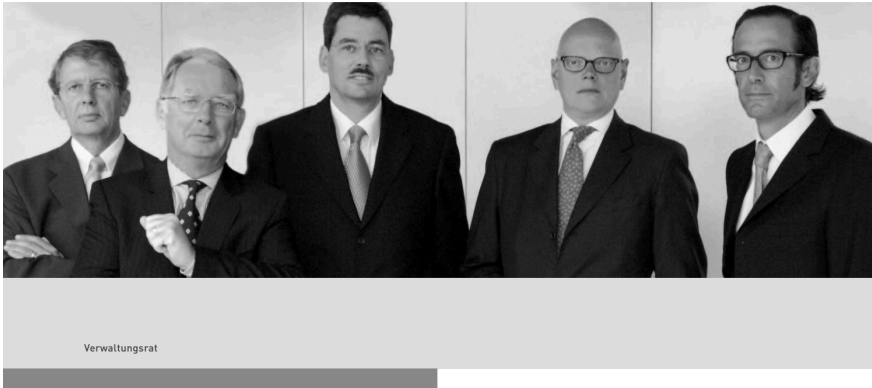
¹³⁴ Bis zum Sommer 2007 war der verdeckte Aufbau einer namhaften Beteiligung noch möglich, siehe oben, [III.2](#).

¹³⁵ Siehe die Übersicht in Anhang 2.

¹³⁶ Siehe die Übersicht in Anhang 3 und das Beispiel Leica Geosystems (Konkurrenzangebot eines White Knight) unten.

¹³⁷ Für ein Beispiel eines unfreundlichen Konkurrenzangebots siehe z.B. den Übernahmekampf um Centerpulse und Incentive mit den beiden Anbieterinnen Smith & Nephew und Zimmer im Jahr 2003: <www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0161>, <www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0162> sowie <www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0166>. Zu konkurrierenden Angeboten im Allgemeinen siehe auch Watter/Maizar, M&A V, 1 ff.

Auszug aus dem Bericht des Verwaltungsrates der Saia-Burgess Electronics Holding AG zum unfreundlichen Kaufangebot der Sumida Corp. vom 11. August 2005:



Saia-Burgess lehnt das feindliche Übernahmeangebot der japanischen Sumida Corp. mit aller Entschiedenheit ab.

In einigen Fällen wurden die Übernahmeversuche durch Hedge Funds initiiert, die Kaufangebote stammten jedoch oft von strategisch interessierten Parteien¹³⁸. Zur Illustration sei auf den Übernahmekampf um Saurer AG (Saurer) hingewiesen. Von Juli 2005 bis August 2006 baute der Hedge Funds Laxey Partners (Laxey) durch Aktienkäufe und verschiedene, umstrittene Optionsgeschäfte eine Beteiligung von rund 24% an Saurer auf. Im September 2006 übernahm OC Oerlikon Corporation AG (OC Oerlikon) das Aktienpaket, nachdem sie ihrerseits Optionen, die von verschiedenen Banken emittiert worden waren, über weitere rund 26% der Saurer-Aktien erworben hatte. Am 6. September 2006 legte OC Oerlikon die Beteiligung offen und veröffentlichte gleichzeitig die Voranmeldung ihres öffentlichen Kaufangebots. In der Folge entbrannte ein Übernahmekampf, der bis im Januar 2007 andauerte und in der Übernahme von Saurer durch OC Oerlikon endete. Im Zuge dieser Transaktion ergingen verschiedene begleitende Empfehlungen der Übernahmekommission. So entschied die UEK z.B., dass die Unterzeichnung eines Kreditvertrages durch den Verwaltungsrat von Saurer nach der Voranmeldung eine

¹³⁸ Selbst Schweizer Staatsbanken schreckten nicht vor unfreundlichen Angeboten zurück, wie das Angebot der Glarner Kantonalbank auf die Bank Linth vom November 2006 zeigt, siehe <www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0301>.

gesetzeswidrige Abwehrmassnahme darstellte¹³⁹. Weiter stellte die UEK fest, dass das Angebot der OC Oerlikon als Pflichtangebot zu qualifizieren war, da die Angebotsschwelle ihrer Auffassung nach durch den Erwerb der Optionsbeteiligung überschritten worden war (indirekter Aktienwerb)¹⁴⁰.

Wie die Erfahrungen aus vergangenen Übernahme- und Abwehrkämpfen zeigen, ist die Suche nach einem White Knight, der ein höheres, mit der Zielgesellschaft abgesprochenes Angebot unterbreitet, oft der erfolgversprechendste Weg, um eine unfreundliche Übernahme abzuwehren oder aber einen höheren Preis zu erzielen¹⁴¹. Beispielsweise wählte *Leica Geosystems Holdings AG* (*Leica Geosystems*) diese Strategie. Nachdem *Hexagon AB* (*Hexagon*) im Juni 2005 mittels Voranmeldung ihr unfreundliches Angebot auf *Leica Geosystems* annonciert hatte, fand der Verwaltungsrat der *Leica Geosystems* in *Danaher Cooperation* (*Danaher*) einen White Knight, welcher in der Folge ein Konkurrenzangebot lancierte. Nach mehrfachen beidseitigen Angebotsänderungen (nämlich deren fünf von *Hexagon* und drei von *Danaher*) obsiegte schliesslich *Hexagon*. Im Laufe dieser Transaktion ergingen insgesamt elf Empfehlungen der Übernahmekommission. Diese betrafen unter anderem die Anpassungen des Angebots durch die beiden Bieter¹⁴², den Zeitplan von konkurrierenden Angeboten und der verschiedenen Angebotsrunden¹⁴³, Handeln in gemeinsamer Absprache¹⁴⁴, die Gleichbehandlung konkurrierender Anbieter¹⁴⁵ sowie die Best Price Rule¹⁴⁶. Die UEK entschied ausserdem, dass die Ankündigung eines beabsichtigten Aktienrückkaufs durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft für den Fall, dass das Unternehmen unabhängig bleibt, grundsätzlich keine unzulässige Abwehrmassnahme darstellt. Allerdings wurde *Leica Geosystems* dazu verpflichtet, in ihrem Verwaltungsratsbericht detaillierte Angaben zum in Aussicht gestellten Aktienrückkauf zu machen und zu veröffentlichen, da es sich gewissermassen um ein „konkurrierendes“ An-

¹³⁹ Empfehlung 0293/01 *Saurer AG* vom 13. Oktober 2006.

¹⁴⁰ Empfehlung 0293/02 *Saurer AG* vom 31. Oktober 2006. Hinzuweisen ist des Weiteren auf die versuchte Übernahme der *Implenia AG* durch *Laxey* (siehe Empfehlung 0330/01 *Implenia AG* vom 24. August 2007).

¹⁴¹ Siehe Tschäni/Diem, *Übernahmekämpfe*, 54 ff.

¹⁴² Empfehlungen *Leica Geosystems Holdings AG* 0243/01 vom 22. Juni 2005; 0243/03 vom 20. Juli 2005; 0243/06 vom 9. August 2005; 0243/08 vom 24. August 2005.

¹⁴³ Empfehlungen *Leica Geosystems Holdings AG* 0243/05 vom 3. August 2005; 0243/07 vom 11. August 2005; 0243/08 vom 24. August 2005.

¹⁴⁴ Empfehlungen *Leica Geosystems Holdings AG* 0243/02 vom 7. Juli 2005; 0243/06 vom 9. August 2005.

¹⁴⁵ Empfehlung 0243/08 *Leica Geosystems Holdings AG* vom 24. August 2005.

¹⁴⁶ Empfehlungen *Leica Geosystems Holdings AG* 0243/10 vom 22. September 2005 und 0243/11 vom 3. Oktober 2005.

gebot oder zumindest um eine Alternative zum Angebot von Hexagon handelte¹⁴⁷. Wie diese Beispiele zeigen, wurden das Recht und die Praxis der öffentlichen Kaufangebote zu wesentlichen Teilen in den unfreundlichen und konkurrierenden Angeboten entwickelt.

Seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise wurden nur noch einige wenige unfreundliche öffentliche Kaufangebote unterbreitet¹⁴⁸. Dies dürfte einerseits mit veränderten Markt- und regulatorischen Bedingungen zu erklären sein. Andererseits sind mit einem unfreundlichen Angebot erhebliche Schwierigkeiten und Risiken verbunden – hinzuweisen ist namentlich auf das Fehlen einer Due Diligence, resultierende Finanzierungsschwierigkeiten, mögliche rechtliche Auseinandersetzungen vor der Übernahmekommission, die Wahrscheinlichkeit eines White Knight und das ungleich höhere Risiko, dass die Transaktion letztlich scheitert und die erheblichen Kosten ins Leere laufen¹⁴⁹. Diese Faktoren dürften zunehmend abschreckend auf Übernahmeinteressenten gewirkt haben.

3. Am Aktionärswiderstand gescheiterte Deals

Nicht nur unfreundliche Kaufangebote können am Widerstand der Aktionäre scheitern, sondern auch Transaktionen, die durch die Leitungsorgane der beteiligten Parteien vereinbart, empfohlen und gemeinsam vorangetrieben werden. Zwei prominente solche Transaktionen fanden in der jüngeren Vergangenheit statt.

Im Mai 2017 kündigten *Clariant AG* (*Clariant*) und *Huntsman Cooperation* (*Huntsman*) ihren Zusammenschluss mittels Reverse Triangular Merger an¹⁵⁰. Nach der Annoncierung baute ein Aktivistenkonsortium namens *White Tale* während fünf Monaten eine Beteiligung von rund 25% an *Clariant* auf und teilte mit, gegen die notwendige Kapitalerhöhung der *Clariant* und damit gegen den Zusammenschluss zu stimmen. Als absehbar wurde, dass die für die Kapitalerhöhung notwendige Zweidrittelmehrheit nicht erreicht werden würde¹⁵¹, einigten sich *Clariant* und *Huntsman* im Oktober 2017 darauf, die

¹⁴⁷ Empfehlung 0243/02 *Leica Geosystems Holdings AG* vom 7. Juli 2005; siehe auch Empfehlung 0243/03 *Leica Geosystems Holdings AG* vom 20. Juli 2005.

¹⁴⁸ Siehe Anhang 2.

¹⁴⁹ Tschäni/Diem, M&A XX, 49; zu den Vor- und Nachteilen eines freundlichen bzw. unfreundlichen Angebots siehe auch Höhn, M&A XI, 41 ff.

¹⁵⁰ Siehe zu diesem Fall auch Gerhard, M&A XXII, 64 f.

¹⁵¹ Die Kapitalerhöhung setzte wegen des notwendigen Ausschlusses des Bezugsrechts der Aktionäre die Zweidrittelmehrheit gemäss Art. 704 OR voraus.

Transaktion im gegenseitigen Einvernehmen zu beenden¹⁵². Die Parteien kamen zudem überein, dass keine Break Fee zu bezahlen ist, wobei sich Clariant verpflichtete, eine Tail Fee in Höhe von USD 60 Mio. bzw. unter gewissen Umständen USD 210 Mio. zu entrichten, falls innerhalb von 18 Monaten eine vergleichbare Transaktion über Clariant vereinbart würde¹⁵³. Zu einer solchen vergleichbaren Transaktion kam es in der Folge nicht. Vielmehr verkaufte White Tale, welche die Transaktion zu Fall gebracht hatte, ihre 25%-Beteiligung nur wenig später an einen strategischen Investor aus dem Mittleren Osten, dem Vernehmen nach mit einem substantiellen Paketzuschlag.

Auch der im Februar 2019 annoncierte Kauf der UPC Schweiz GmbH (UPC) durch Sunrise Communications Group AG (Sunrise) scheiterte am Aktionärs-widerstand. Zur Finanzierung des Kaufpreises war eine ordentliche Kapital-erhöhung der Sunrise im Umfang von mindestens CHF 2.8 Mrd. notwendig. Kurz nach der Ankündigung stemmte sich die Grossaktionärin der Sunrise, welche 24.5% der Sunrise-Aktien hielt, öffentlich gegen die Transaktion, weil aus ihrer Sicht der vereinbarte Kaufpreis zu hoch und die aus der Kapital-erhöhung resultierende Verwässerung zu gross war. Als sich abzeichnete, dass die Kapitalerhöhung keine Mehrheit finden wird, wurde die ausserordentli- che Generalversammlung von Sunrise nur einen Tag vor dem Termin abge- sagt. Sunrise beendete den Kaufvertrag, was die Zahlung einer Break Fee von CHF 50 Mio. nach sich zog. Knapp ein Jahr nach dem Abbruch kamen Sunrise und die UPC-Mutter Liberty Global überein, den Zusammenschluss, für den aus strategischer Sicht überzeugende Gründe sprachen, doch noch durchzu- führen – dieses Mal in umgekehrter Richtung. Im August 2020 unterbreitete Liberty Global den Sunrise-Aktionären ein öffentliches Kaufangebot, welches mit grosser Mehrheit angenommen wurde¹⁵⁴. In der Folge wurde Sunrise von der Börse genommen.

Freundliche M&A-Transaktionen scheitern in der Schweiz selten am Wider- stand der Aktionäre. Dies dürfte auch damit zusammenhängen, dass Über- nahmen – im Unterschied etwa zu den USA – i.d.R. mittels Aktienkauf oder öffentlichem Kaufangebot durchgeführt werden und regelmässig keinen Ge-

¹⁵² Siehe die Pressemitteilung der Clariant vom 27. Oktober 2017, abrufbar unter <www.clariant.com/en/Corporate/News/2017/10/Clariant-and-Huntsman-jointly-decided-to-abandon-planned-Merger-of-Equals>.

¹⁵³ Siehe Termination Agreement among Clariant Ltd, HurricaneCyclone Corporation und Huntsman Corporation vom 26. Oktober 2017, abrufbar unter <www.sec.gov/Archives/edgar/data/1089748/000110465917064132/a17-24503_2ex10d1.htm>. Zu Break Fees im Allge- meinen und Tail Fees im Speziellen siehe Tschäni/Diem, M&A XX, 56 ff.

¹⁵⁴ Siehe die definitive Meldung des Endergebnisses, abrufbar unter <www.takeover.ch/transactions/detail/nr/0770>.

neralversammlungsbeschluss bedingen. Ist für die Kaufpreisfinanzierung eine ordentliche Kapitalerhöhung erforderlich, wird diese vorzugsweise nach dem Vollzug durchgeführt und der Kapitalbedarf zwischenzeitlich mit Fremdkapital überbrückt. Wenn die Zustimmung der Aktionäre für den Vollzug unabdingbar ist, namentlich also bei Zusammenschlüssen (Fusionen, Quasifusionen oder Reverse Triangular Mergers nach ausländischem Recht), tun die Parteien gut daran, allenfalls vorhandene Grossaktionäre vor der Ankündigung „an Bord zu holen“.

4. Der längste und intensivste Übernahmekampf

Der längste und gleichzeitig intensivste Übernahmekampf der letzten 25 Jahre betrifft ohne Zweifel die beabsichtigte Übernahme der Kontrollmehrheit an der Sika AG (Sika) durch die französische Compagnie de Saint-Gobain (Saint-Gobain)¹⁵⁵. Er begann im Dezember 2014 und konnte nach dreieinhalb Jahren Mitte 2018 im Interesse aller Beteiligten zum gütlichen Abschluss gebracht werden. Der Übernahmekampf fand weltweit starke Beachtung und sorgte in der internationalen Wirtschaftspresse für Schlagzeilen¹⁵⁶. Auch die juristische Literatur beschäftigte sich eingehend mit den aufgeworfenen Rechtsfragen¹⁵⁷.

Ausgangspunkt bildete der im Dezember 2014 durch Saint-Gobain angekündigte Kauf der Schenker-Winkler-Holding AG (SWH), welche eine Beteiligung von rund 53% der Stimmen und 17% des Kapitals der Sika hielt¹⁵⁸. Der Sika-Verwaltungsrat, dem drei der SWH nahestehende und sechs unabhängige Mitglieder angehörten, wurde erst nach der Unterzeichnung des Kaufvertrages

¹⁵⁵ Auch andere Übernahmekämpfe wurden hart und auf dem Rechtsweg ausgetragen, wie z.B. die umkämpfte Kontrollübernahme der Schmolz + Bickenbach AG im Jahr 2013, welche sowohl die UEK und die FINMA als auch das Handelsgericht Zürich beschäftigte; siehe Verfügungen *Schmolz + Bickenbach AG* 540/01 vom 25. Juli 2013 und 540/02 vom 26. August 2013; Verfügung FINMA i.S. Gebuka AG gegen Schmolz + Bickenbach AG vom 22. August 2013. Jedoch ging der Sika-Fall bezüglich Dauer und Intensität weit über diese anderen Übernahmekämpfe hinaus.

¹⁵⁶ So z.B. in der *Financial Times* vom 28. Oktober 2016: „Swiss court blocks Saint-Gobain move for Sika“, abrufbar unter <www.ft.com/content/0084f0c0-9d35-11e6-a6e4-8b8e77dd083a>, oder im *Economist* vom 10. Dezember 2016: „Europe’s nastiest takeover battle reaches its second anniversary“, abrufbar unter <www.economist.com/business/2016/12/08/europes-nastiest-takeover-battle-reaches-its-second-anniversary>.

¹⁵⁷ Zur Kernfrage der Vinkulierung siehe statt vieler Tschäni, Vinkulierung, 721 ff., und die dortigen Hinweise; zu den übernahmerechtlichen Verfahren siehe Tschäni/Diem, M&A XIX, 67 ff.

¹⁵⁸ Zum Sachverhalt und zum Urteil des Kantonsgerichts Zug siehe ausführlich Tschäni, Vinkulierung, 722 ff.

(an einem Freitag) informiert. Die sechs unabhängigen Verwaltungsräte opponierten umgehend (am darauffolgenden Montag) gegen die Transaktion¹⁵⁹, woraufhin SWH ankündigte, diese abzuwählen. Um die Abwahl zu verhindern, beschränkte der Sika-Verwaltungsrat anlässlich der ordentlichen Generalversammlung 2015 das Stimmrecht der SWH auf 5% der Namenaktien, soweit dies zur Verhinderung der Abwahl des Verwaltungsrats und des vorzeitigen Kontrollübergangs auf Saint-Gobain notwendig war. Er stützte sich dabei auf die in den Statuten vorgesehene Prozentvinkulierung¹⁶⁰. In der Folge wurden sämtliche Verwaltungsratsmitglieder durch die Generalversammlung wiedergewählt.

Es folgte zunächst ein *zivilrechtliches Verfahren*, nachdem SWH die mit Stimmrechtsbeschränkung gefassten Generalversammlungsbeschlüsse der Sika mit Anfechtungsklage angefochten hatte. Das erstinstanzliche Kantonsgericht des Kantons Zug wies die Klage mit Entscheid vom 27. Oktober 2016 ab¹⁶¹. Es begründete den Entscheid u.a. damit, dass der Zweck der Prozentvinkulierung darin besteht, den Erhalt der wirtschaftlichen Selbständigkeit des Unternehmens zu gewährleisten¹⁶². Folglich finde die Vinkulierungsbestimmung auch auf die indirekte Übertragung von Aktien Anwendung, weil sonst der Erhalt der wirtschaftlichen Selbständigkeit nicht gewährleistet wäre¹⁶³. Als entscheidend erachtete das Gericht in diesem Zusammenhang auch, dass es sich bei SWH um eine reine Holding-Gesellschaft handelte, die keine operativen Tätigkeiten ausübte, sondern lediglich Sika-Aktien hielt und über diese Beteiligung die Sika kontrollierte¹⁶⁴. Desweiteren beurteilte das Gericht den Versuch der SWH, die Abwahl der opponierenden Verwaltungsratsmitglieder und die Wahl von genehmen Mitgliedern zu bewirken, als Umgehung der Vinkulierungsbestimmung¹⁶⁵. Gegen den erstinstanzlichen Entscheid erhob SWH

¹⁵⁹ Siehe Pressemitteilung der Sika vom 8. Dezember 2014, abrufbar unter <www.sika.com/content/dam/dms/corporate/t/glo-de-media-release-saint-gobain-08-12-2014.pdf>.

¹⁶⁰ Ziffer 4 Abs. 1 der damals geltenden Sika-Statuten sah vor, dass der „Verwaltungsrat [...] einen Erwerber von Namenaktien als Aktionär ablehnen [kann], soweit die Anzahl der von ihm gehaltenen Namenaktien 5% der Gesamtzahl der im Handelsregister eingetragenen Namenaktien überschreitet“.

¹⁶¹ Siehe Entscheid A3 2015 27 vom 27. Oktober 2016 in Sachen Schenker-Winkler Holding AG gegen Sika AG et al., abrufbar unter <www.sika.com/content/dam/dms/corporate/k/glo-de-document-decision-cantonal-court-zug-27-10-2016.pdf>.

¹⁶² Entscheid KGer Zug vom 27. Oktober 2016 (Fn. 161), E. 4.7.1.

¹⁶³ Entscheid KGer Zug vom 27. Oktober 2016 (Fn. 161), E. 4.7.12 ff.

¹⁶⁴ Entscheid KGer Zug vom 27. Oktober 2016 (Fn. 161), E. 4.7.2.

¹⁶⁵ Entscheid KGer Zug vom 27. Oktober 2016 (Fn. 161), E. 5.4 f. und 5.7.

Berufung beim Obergericht des Kantons Zug. Nach der Einigung der Parteien im Mai 2018 zog sie die Berufung zurück, womit das Urteil des Kantonsgerichts Zug in Rechtskraft erwuchs.

Neben dem Zivilverfahren wurden im Fall Sika auch zwei *übernahmerechtliche Verfahren* geführt¹⁶⁶. In einem ersten Verfahren beantragte SWH, es sei festzustellen, dass das in den Statuten der Sika enthaltene Opting-out gültig sei. Die UEK bejahte die Frage, weil die spezifische Opting-out-Klausel innerhalb der Übergangsfrist von zwei Jahren nach Inkrafttreten der Übernahmeregelung im Börsengesetz eingeführt wurde, welche die UEK unter Vorbehalt von Nichtigkeitsgründen nicht überprüft¹⁶⁷. Ferner hielt die UEK dafür, dass die von der Mehrheitsaktionärin SWH gehaltenen Stimmen für ein allfälliges Opting-in berücksichtigt werden dürften¹⁶⁸. Im zweiten übernahmerechtlichen Verfahren machten qualifizierte Sika-Aktionäre geltend, dass die Opting-out-Klausel auf den beabsichtigten Erwerb durch Saint-Gobain gar nicht zur Anwendung gelange. Vielmehr müsse aus dem Zusammenspiel zwischen der in den Sika-Statuten enthaltenen Vinkulierung und dem Opting-out geschlossen werden, dass das Opting-out nur auf die Mitglieder der Schenker-Winkler-Familie bzw. die Geschwister Burkard, nicht jedoch auf Dritterwerber anwendbar sei. Die UEK, die FINMA und das Bundesverwaltungsgericht sind dieser Argumentation nicht gefolgt. Namentlich hielt das Bundesverwaltungsgericht dafür, dass ein allgemein formuliertes Opting-out wie jenes der Sika ungeachtet etwaiger Vinkulierungsbestimmungen pauschal gelte¹⁶⁹. Auch der zusätzliche Einwand der qualifizierten Aktionäre, das Anrufen der Opting-out-Klausel durch Saint-Gobain sei rechtsmissbräuchlich, wurde durch sämtliche Instanzen abgewiesen¹⁷⁰.

Im Mai 2018 konnten die Parteien eine Einigung erzielen, die als „win-win-Situation“ bezeichnet wurde¹⁷¹. Sie sah vor, dass Sika, unmittelbar nach dem Vollzug des Kaufs der SWH durch Saint-Gobain, eine Beteiligung von knapp 7% des Aktienkapitals, entsprechend 23.7% der Stimmrechte der Sika,

¹⁶⁶ Siehe zum Nachfolgenden ausführlich Tschäni/Diem, M&A XIX, 67 ff.

¹⁶⁷ Verfügung 594/01 Sika AG vom 5. März 2015 E. 1.2.2 f.; bestätigt in Verfügung 610/01 Schindler Holding AG vom 21. Juli 2015 E. 1. Diese „übergangsrechtlichen“ Opting-outs stützten sich auf Art. 22 Abs. 2 BEHG 1998, der in der Revision 2013 gestrichen wurde.

¹⁶⁸ Verfügung 594/01 Sika AG vom 5. März 2015 E. 2.2.

¹⁶⁹ Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B-3119/2015 vom 27. August 2015 i.S. Sika AG E. 5.1.1 f.; siehe auch Verfügung FINMA Sika AG vom 4. Mai 2015, Rz. 40 ff.; Verfügung 598/01 Sika AG vom 1. April 2015, Rz. 18 ff.

¹⁷⁰ BVGer B-3119/2015 vom 27. August 2015 i.S. Sika AG E. 5.2.5; Verfügung FINMA Sika AG vom 4. Mai 2015, Rz. 52 ff.; Verfügung 598/01 Sika AG vom 1. April 2015 E. 2.3.

¹⁷¹ Siehe Tschäni, Vinkulierung, 725.

von Saint-Gobain erwirbt und danach eine Einheitsnamenaktie einführt und die zurückgekauften Aktien mittels Kapitalherabsetzung vernichtet¹⁷². Durch diese Transaktion reduzierte sich die (indirekte) Stimmeteiligung von Saint-Gobain an Sika von rund 53% auf 10.75%. Ausserdem wurden sämtliche noch hängigen Gerichtsverfahren zwischen den Parteien beendet.

Der Sika-Fall ist anhand der speziellen rechtlichen und tatsächlichen Umstände zu würdigen. Aufgrund der gemachten Erfahrungen dürften potentielle Verkäufer und Käufer einer Kontrollmehrheit an einer kotierten Gesellschaft unter vergleichbaren Umständen seitdem jedoch davon absehen, die Transaktion ohne vorgängige Involvierung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft durchzuführen.

5. Behördlich untersagte Transaktionen

Abgesehen von Melde- und Bewilligungspflichten in regulierten Sektoren wie namentlich dem Banken- und Versicherungssektor¹⁷³ und der Bewilligungspflicht im Zusammenhang mit dem Grundstückerwerb durch Personen im Ausland¹⁷⁴ unterstehen M&A-Transaktionen in der Schweiz der wettbewerbsrechtlichen Zusammenschlusskontrolle, sofern die Aufgreifkriterien erfüllt sind. Dementsprechend ist es denn auch die Wettbewerbskommission (WEKO), die in den 25 Jahren seit Erscheinen des ersten Bandes der vorliegenden Reihe zwei namhafte Transaktion untersagt hat¹⁷⁵.

Die erste untersagte Transaktion betraf den 2009 annoncierten Zusammenschluss zwischen den beiden Mobilfunkanbietern *Orange (heute Salt)* und *Sunrise*. Im Rahmen dieser Transaktion beabsichtigte France Télécom, die Muttergesellschaft von Orange, Sunrise zu übernehmen und mit Orange zu

¹⁷² Sika bezahlte dabei eine substanzielle Prämie zum nennwertadjustierten Börsenkurs. Zu dieser Transaktion und dem selektiven Aktienrückkauf im Allgemeinen siehe Diem, Aktienrückkauf, 117 ff. und 130.

¹⁷³ Neben den Banken und Versicherungen unterliegen auch Transaktionen mit Bezug auf Telefon- und Datenübertragungsdiensteanbieter, Radio- und Fernsehveranstalter, Kinobetreiber, Spielbanken und die Luftfahrt behördlicher Bewilligungen; siehe dazu Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 805 ff.

¹⁷⁴ Lex Koller; siehe dazu Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 847 ff.

¹⁷⁵ Neben den beiden nachfolgend genannten Transaktionen untersagte die WEKO im Jahr 2004 auch die geplante Beteiligungsnahme der Berner Zeitung AG an der 20 Minuten (Schweiz) AG; siehe RPW 2004/2, 529 ff. - Berner Zeitung AG/20 Minuten (Schweiz) AG. Auf Beschwerde hin genehmigte jedoch die Rekurskommission für Wettbewerbsfragen - und ihm folgend das Bundesgericht - den Vollzug unter Bedingungen; siehe Urteil des Bundesgerichts 2A.327/2007 vom 22. Februar 2007.

fusionieren. Nach der Vorprüfung unterzog die WEKO das Zusammenschlussvorhaben einer vertieften Prüfung und untersagte es schliesslich¹⁷⁶. Zur Begründung führte die WEKO unter anderem aus, dass nach der Transaktion nur noch zwei Mobilfunkanbieter mit eigenem Netz (Swisscom und Orange/Sunrise) verbleiben würden, wobei mit Sunrise die aktivste Betreiberin ausscheiden würde; dadurch erlangten die beiden verbleibenden Anbieter eine kollektiv marktbeherrschende Stellung im Mobilfunkmarkt, was den wirksamen Wettbewerb beseitigen könne¹⁷⁷. Ausserdem ergab die Untersuchung nach Auffassung der WEKO keine genügend bedeutenden Synergien, die den Wettbewerb zum Nutzen der Konsumentinnen erhöhten. Schliesslich könnten keine zielführenden Auflagen identifiziert werden, welche die wettbewerbsrechtlichen Bedenken der WEKO hätten ausräumen können¹⁷⁸. Nach diesem negativen Entscheid der WEKO wurde die Transaktion nicht weiter verfolgt¹⁷⁹.

Bei der zweiten durch die WEKO untersagten Transaktion handelt es sich um den Ende 2016 angekündigten Kauf der Starticket AG (Starticket), einer Tochtergesellschaft der Tamedia AG (heute TX Group), durch Ticketcorner AG (Ticketcorner), an welcher der Medienkonzern Ringier indirekt hälftig beteiligt war¹⁸⁰. Die WEKO untersagte das Zusammenschlussvorhaben im Wesentlichen mit der Begründung, dass das zusammengeschlossene Unternehmen eine verstärkte marktbeherrschende Stellung erlangt hätte und damit der wirksame Wettbewerb im Fremdvertrieb von Tickets beseitigt worden wäre. Zudem hätte die Anbindung an die beiden grossen Mediengruppen Ringier und Tamedia die Stellung des neuen Unternehmens auf dem Markt noch zusätzlich verstärkt (Konglomeratseffekte)¹⁸¹. Auch in diesem Fall konnte die WEKO keine

¹⁷⁶ Verfügung der WEKO betreffend das Zusammenschlussvorhaben 41-0594 France Télécom SA/Sunrise Communications AG vom 21. April 2010, abrufbar unter <www.weko.admin.ch/dam/weko/de/dokumente/2010/07/verfuegung_betn_zusammenschlussvorhabenfrancetelecomsasunrisecom.pdf>.

¹⁷⁷ WEKO-Verfügung vom 21. April 2010 (Fn. 176), Rz. 157 ff., 241 ff., 341, 429.

¹⁷⁸ WEKO-Verfügung vom 21. April 2010 (Fn. 176), Rz. 427.

¹⁷⁹ Zwar haben Orange und Sunrise zunächst Rekurs gegen den Entscheid der WEKO beim Bundesverwaltungsgericht eingelegt, dieser wurde jedoch bereits kurze Zeit später wieder zurückgezogen.

¹⁸⁰ Siehe RPW 2018/3, 616 ff. - Ticketcorner Holding AG/Tamedia AG/Ticketcorner AG/Starticket AG. Der Entscheid ist noch nicht rechtskräftig.

¹⁸¹ Siehe RPW 2018/3, 658 ff. - Ticketcorner Holding AG/Tamedia AG/Ticketcorner AG/Starticket AG.

zielführenden Auflagen finden, die es erlaubt hätten, das Zusammenschlussvorhaben unter Bedingungen zu genehmigen¹⁸². Wiederum wurde die Transaktion nach dem ablehnenden WEKO-Entscheid nicht vollzogen.

Die regulatorischen Hürden und Risiken, denen sich M&A-Transaktionen ausgesetzt sehen, haben sich in den letzten Jahren laufend erhöht¹⁸³. International betrachtet wurden die wettbewerbsrechtlichen Meldepflichten ausgeweitet, und die Wettbewerbsbehörden neigen dazu, die ihnen vorgelegten Transaktionen gründlicher zu prüfen und mit intensiveren Massnahmen darin einzugreifen¹⁸⁴. Daneben haben sich protektionistische Tendenzen weltweit verbreitet. Ausgehend von den USA hat sich die *Foreign Direct Investment Control* zu einem globalen Trend entwickelt. So verfügen z.B. alle wirtschaftlich wesentlichen Mitgliedstaaten der EU über Direktinvestitionskontrollen¹⁸⁵. Auch in der Schweiz ist die Einführung einer Investitionskontrolle absehbar¹⁸⁶. Vor diesem Hintergrund muss man damit rechnen, dass die Vollzugsrisiken, die mit internationalen M&A-Transaktionen sowie Binnentransaktionen in konzentrierten Märkten verbunden sind, künftig weiter zunehmen werden.

V. Entwicklungen in der M&A-Praxis

i. Auktionsprozesse

Vor 25 Jahren führte der Verkäufer, der sein Unternehmen verkaufen wollte, Verkaufsverhandlungen regelmässig mit nur einer Partei, allenfalls nach vorgängigen Sondierungsgesprächen mit anderen möglichen Interessenten. Der Käufer seinerseits verlangte nicht selten *Exclusivity*, d.h. die Verpflichtung des Verkäufers, während eines bestimmten Zeitraums mit keinen anderen Parteien Verkaufsgespräche zu führen. Spätestens im M&A-Markt von 2010 bis 2021 ist der bilaterale Prozess in den Hintergrund getreten und hat sich die Auktion zum überwiegend angewandten Verfahren für den Verkauf privat gehaltener Unternehmen entwickelt¹⁸⁷. In der Auktion kontrolliert der Verkä-

¹⁸² Siehe RPW 2018/3, 676 f. - Ticketcorner Holding AG/Tamedia AG/Ticketcorner AG/Starticket AG.

¹⁸³ Dies betrifft namentlich Grosstransaktionen; siehe Tschäni/Diem, M&A XX, 42 ff.

¹⁸⁴ Siehe Waser, M&A XXI, 98 ff.

¹⁸⁵ Siehe dazu Röhling/Meinhardt, M&A XXIII, 174 ff.

¹⁸⁶ Siehe den Vorentwurf des Bundesrates für ein Bundesgesetz über die Prüfung ausländischer Investitionen (Investitionsprüfgesetz, IPG) vom 18. Mai 2022, die Vernehmlassungsfrist dazu ist am 9. September 2022 abgelaufen. Zum Vorentwurf siehe Waser/Haechler, 311 ff.; Röhling/Meinhardt, M&A XXIII, 181 ff.

¹⁸⁷ Zum Auktionsverfahren siehe Kurer; M&A III, 209 ff.; Gnos, M&A XXI, 121 ff.

fer den Prozess und den Zeitplan. Er will vergleichbare Angebote erhalten, um am Ende die gesamthaft attraktivste Offerte (namentlich bezüglich Preis, Vollzugssicherheit und Haftungsrisiken) auswählen zu können. Insbesondere Private Equity-Investoren gehen beim Exit via Verkauf fast immer den Weg der Auktion, bei geeignetem Target regelmässig auch Privat- und strategische Verkäufer. Auch Grosstransaktionen werden oft als Auktionen ausgestaltet¹⁸⁸. In einem passenden Börsenumfeld wird die kompetitive Situation manchmal zusätzlich dadurch befeuert, dass gleichzeitig die Möglichkeit eines Börsengangs oder Spin-off als Alternative in Aussicht gestellt wird (Dual Track-Transaktionen)¹⁸⁹.

Für die M&A-Akteure und Berater bedeutet das starke Aufkommen von Auktionsprozessen eine gewisse Standardisierung und Vorhersehbarkeit. Due Diligence- oder Verhandlungsphasen mit offenem Zeitplan, wie sie in bilateralen Transaktionen vorkommen, sind in Auktionen nicht anzutreffen. Auch Verhandlungsmarathons während Tagen oder Wochen finden in Auktionen selten statt. Für den Käufer ist die Due Diligence wichtiger geworden, weil wenig Raum dafür besteht, vertragliche Schutzmechanismen (Bedingungen, Gewährleistungen und Schadloshaltungen) in den Kaufvertrag hineinzuverhandeln. Auch scheitern Verkaufsprozesse, die als Auktion ausgestaltet werden, eher selten. Für den Verkäufer ist die Wahrscheinlichkeit, dass es am Schluss zu einer Transaktion kommt, im Normalfall hoch. Umgekehrt präsentiert sich die Situation für die interessierten Käufer. Sie müssen damit rechnen, frühzeitig aus der Auktion auszusteigen, womit die Kosten ins Leere laufen. Buy-side-Berater sind denn auch oft aufgefordert, für den Fall des Ausscheidens einen „Broken Deal Discount“ vorzusehen. Daher streben die Berater und finanzierenden Banken danach, sich nach Möglichkeit auf der Sale-side oder beim Kaufinteressenten mit den besten Erfolgsaussichten zu positionieren. Auch sind die Berater und die finanzierenden Banken nicht selten in verschiedenen Rollen in einer Transaktion tätig, was die Frage von Interessenkonflikten aufwirft¹⁹⁰. Heute sind solche Mehrfachrollen gängige Marktpraxis und

¹⁸⁸ Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit mit Schweizer Beteiligung sind z.B. der Verkauf von Nestlé Skin Care (heute Galderma) durch Nestlé an ein Private Equity-Konsortium mit EQT und Abu Dhabi Investment Authority im Jahr 2019 (CHF 10.2 Mrd.), der Verkauf des Specialty Ingredients-Geschäfts durch Lonza an Bain Capital und Cinven im Jahr 2020 (CHF 4.2 Mrd.) oder der Verkauf der MBCC Group durch Lone Star an Sika im Jahr 2021 (CHF 5.5 Mrd.).

¹⁸⁹ Zu Dual Track-Transaktionen siehe Weber/Candreia, M&A XXI, 69 ff.

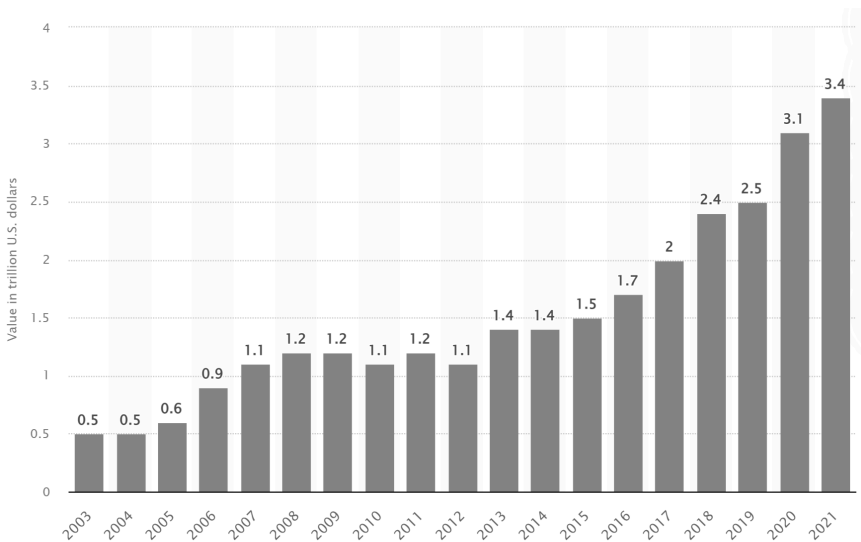
¹⁹⁰ Zu Interessenkonflikten von Beratern und finanzierenden Banken in M&A-Transaktionen siehe Tschäni/Diem, M&A XVIII, 122 ff.

grundsätzlich auch zulässig, sofern die etablierten Schranken und Voraussetzungen – namentlich Zustimmung der Kunden, unterschiedliche Beraterteams und Informationsbarrieren – eingehalten werden¹⁹¹.

2. Private Equity

Private Equity (PE) war bereits früh eine weltweit beliebte Anlageklasse bei Pensionskassen, Versicherungen und anderen institutionellen Investoren. Einen zusätzlichen Schub erfuhr PE in der M&A-Phase 2003-2008 und verstärkt noch ab 2010, als Investoren aufgrund der expansiven Geldmengenpolitik und des Niedrigzinsumfelds fast fieberhaft nach Investitionsmöglichkeiten suchten. Der Aufschwung zeigt sich in der Entwicklung des sog. „Dry Powder“, d.h. der Investitionszusagen von Investoren gegenüber den Private Equity-Fonds, welche darauf warten, für M&A eingesetzt zu werden. Diese sind in den letzten 25 Jahren um das Siebenfache angestiegen und betragen Ende 2021 rund 3'400 Milliarden US-Dollar:

„Dry Powder“ der PE-Fonds weltweit 2003-2021 (in Billionen USD):



Quelle: Statista 2022¹⁹²

¹⁹¹ Siehe dazu Tschäni/Diem, M&A XVIII, 127 ff.

¹⁹² Abrufbar unter <www.statista.com/statistics/513838/value-of-private-equity-dry-powder/>.

Die Beliebtheit von Private Equity veranlasste einige Häuser gar dazu, selbst den Gang an die Börse zu wagen¹⁹³. Auch Finanzinvestoren mit anderen Strategien, z.B. Aktionärsaktivisten, sind mit separaten Fonds in das Private Equity-Geschäft eingestiegen. Zudem waren Akquisitionsfinanzierungen im M&A-Markt 2010-2021 einfach und zu rekordtiefen Kosten verfügbar. All diese Umstände haben dazu geführt, dass Private Equity zu einem wichtigen Treiber, ja einer dominanten Kraft im weltweiten M&A-Geschehen aufgestiegen ist¹⁹⁴.

Im M&A-Alltag verfügen PE-Investoren gegenüber strategischen Investoren namentlich in Auktionsprozessen oft über gewichtige Vorteile:

- Aufgrund ihres Geschäftsmodells und spezifischer Bewertungsmethoden sind Private Equity-Käufer in vielen Fällen in der Lage, höhere Preise zu offerieren als strategische Käufer. Zwar können Strategen oft Skalen- und Synergieeffekte in die Bewertung mit einfließen lassen. Sobald jedoch der Bewertungsmultiple des Target über den eigenen Multiple hinausgeht, wird es für strategische Käufer schwierig, den bezahlten Kaufpreis den eigenen Investoren und dem Kapitalmarkt zu erklären. Hinzu kommt, dass Private Equity-Häuser namentlich bei Grosstransaktionen den Kapitaleinsatz und damit das Risiko teilen können, indem sie sich mit anderen Finanzinvestoren (andere PE-Häuser oder z.B. Staatsfonds) zu Konsortien zusammenschließen.
- Bei Private Equity-Investoren sind die Vollzugsrisiken oft kleiner als bei strategischen Käufern. Namentlich können bei strategischen Investoren die wettbewerbsrechtlichen Risiken (zweitaufwändige Phase 2-Untersuchungen, Auflagen- und Untersagungsrisiko) oftmals höher sein.
- Private Equity-Investoren sind sehr agil. Die Entscheidungswege sind kurz und die involvierten Personen erfahrene M&A-Profis. Dadurch sind sie namentlich in Auktionen in der Lage, Konkurrenten durch schnelles Vorgehen auszustechen. Es sind Fälle bekannt, in welchen komplexe Milliardentransaktionen nach Abgabe des Angebots an einem Donnerstag über das Wochenende abgeschlossen wurden. Demgegenüber müssen strategische Käufer teilweise aufwendige und zeitintensive interne Bewilligungsprozesse durchlaufen.
- Für das Management des zu verkaufenden Unternehmens sind PE-Häuser oftmals die bevorzugten künftigen Eigentümer, weil es die Gelegenheit erhält (und von ihm erwartet wird), ebenfalls in die Struktur zu investieren – mit der Aussicht auf einen hohen Profit beim späteren Exit. Demgegen-

¹⁹³ Prominente Beispiele sind KKR und The Blackstone Group.

¹⁹⁴ In diesem Sinne schon Kurer, M&A X, 230 ff.

über muss das Management bei einem strategischen Käufer damit rechnen, in einem Grosskonzern aufzugehen und im schlimmsten Fall aus Synergieüberlegungen die Position zu verlieren.

- Auch verkaufenden Privatpersonen (Gründer, Nachkommen, usw.) wird oft angeboten, einen Teil des Verkaufspreises in die Struktur zu reinvestieren. Auch hier lockt ein zusätzlicher Profit beim Exit in der Zukunft. Strategischen Investoren steht dieser Weg meistens nicht offen.

Auf Beraterseite erfordern Leveraged Buy-outs durch PE-Käufer spezifisches Know-how und Erfahrung in verschiedenen Gebieten, einschliesslich mit Bezug auf M&A, Finanzierungen, Steuern, Management-Beteiligungen und weitere¹⁹⁵. Die Zusammenarbeit mit PE-Häusern und das Ineinandergreifen und die Koordination der verschiedenen Workstreams sind interessant, herausfordernd und abwechslungsreich. Namentlich wenn der beratene PE-Investor den Zuschlag erhält, können die Beraterhonorare aufgrund des grossen Arbeitsaufwands erheblich ausfallen. Dies nicht nur bis zum Vollzug, sondern oft auch darüber hinaus, bis hin zum künftigen Exit. Vor diesem Hintergrund sind Private Equity-Häuser nicht erst in der jüngeren Vergangenheit eine begehrte Kundengruppe geworden.

3. Due Diligence

Die Due Diligence war in der Schweizerischen M&A-Praxis bereits vor 25 Jahren eingebürgert und fester Bestandteil praktisch jedes Unternehmenskaufs¹⁹⁶. Jedoch fand sie damals und noch während mehreren weiteren Jahren ausschliesslich *physisch* statt. Die zu prüfenden Dokumente wurden durch den Verkäufer und seine Berater in Bundesordnern abgelegt, die manchmal mit Kabelbindern gesichert wurden, um ein Öffnen und Entfernen zu verhindern (was sich als untauglicher Versuch herausstellte). Der Datenraum, in dem die manchmal mehreren hundert Ordner zur Verfügung gehalten wurden, befand sich oft beim Unternehmen selbst, manchmal sogar im Ausland (ein Highlight für die Schweizer Berater war ein Datenraum in Miami Beach), und die „Truppen“ wurden dorthin beordert, um die Dokumente vor Ort zu sichten und die Erkenntnisse in Notizheften, mit Laptops oder Diktiergeräten (die auch einmal abhandenkommen konnten) festzuhalten. Die Teams trafen sich täglich zu Debriefings, um sich über die Findings auszutauschen. Selbstverständlich war diese Art der Due Diligence zeitaufwändig und teuer (Reisezeit, Büroabwesenheit, Hotel- und Verpflegungskosten). Sie hatte aber auch gewisse Vorteile – namentlich war der ständige Austausch unter den im Datenraum anwesenden

¹⁹⁵ Siehe dazu Tschäni, M&A II, 1 ff.; Schenker, M&A II, 43 ff.; Tschäni/Diem, M&A XVI, 55 ff.

¹⁹⁶ Siehe Schenker, M&A III, 210.

Teammitgliedern, auch über die verschiedenen Disziplinen hinweg, wertvoll. Abgesehen davon war der ganze Vorgang für die zumeist jüngeren Juristinnen und Juristen und anderen Berater oft erlebnisreich.

Die physische Due Diligence wurde ab ca. 2005 allmählich durch die *Virtual Due Diligence* (VDD) verdrängt. Bekanntlich findet die Due Diligence heute, abgesehen von Spezialsituationen, fast ausschliesslich virtuell statt. Die dezentrale Dokumentenprüfung am eigenen Bildschirm weist viele Vorteile gegenüber der Vorort-Prüfung auf. Sie ist effizienter und kostengünstiger. In Auktionen können mehrere Kaufinteressenten gleichzeitig auf die Daten zugreifen, was die Due Diligence-Phase im Vergleich zum physischen Datenraum erheblich verkürzt. Ferner erlaubt die virtuelle Due Diligence die elektronische Bearbeitung (z.B. das Schwärzen) und zunehmend auch die elektronische Analyse und Auswertung der Daten. Ausserdem kann sich der Verkäufer jederzeit ein präzises Bild der Datenraumaktivitäten der verschiedenen Bieter verschaffen. Als Nachteil der VDD ist der fehlende bzw. weniger intensive Austausch unter den verschiedenen Teams, z.B. zwischen Rechtsberatern und Buchprüfern, zu nennen. Idealerweise sieht der Käufer regelmässige Debriefings vor, um diesen Nachteil auszugleichen.

Als weitere Entwicklung lässt sich feststellen, dass die Due Diligence im Lauf der Jahre *an Bedeutung gewonnen* hat, namentlich bei Transaktionen über privat gehaltene Gesellschaften. Die Gründe dafür sind vielfältig. Zum einen steigen die an die Unternehmen gestellten Compliance-Anforderungen laufend – hinzuweisen ist etwa auf die Entwicklungen im Bereich ESG (z.B. bezüglich Kinderarbeit und Lieferketten) oder im Bereich Sanktionen (z.B. die im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg angeordneten und laufend ändernden Sanktionen). Damit erweitert sich auch der Prüfumfang der Due Diligence. Gleichzeitig ist der vertragliche Schutz des Käufers namentlich in Auktionen begrenzt. Der Käufer wird die Due Diligence daher gründlich durchführen wollen. Bei erkannten Risiken besteht die Herausforderung für die Berater darin, eine möglichst präzise Einschätzung abzugeben und Lösungsvorschläge zu entwickeln, die im Unterschied zu früher nicht nur darin bestehen können, für den Kaufvertrag eine harte Indemnity vorzuschlagen. Ausserdem hat auch das Aufkommen der Warranty & Indemnity Insurance dazu beigetragen, dass die Due Diligence heute umfassender geworden ist, weil die Versicherungspolice regelmässig einen Haftungsausschluss für die nicht geprüften Bereiche (Blind Spots) vorsehen. Auch für erkannte Risiken ist die Versicherungsdeckung i.d.R. ausgeschlossen. Dies sollte bei der Darstellung von Risiken im Due Diligence-Bericht bedacht werden.

4. Warranty & Indemnity Insurance

Eine weitere Entwicklung, die in der Schweiz etwa ab 2010 langsam einsetzte, ist die Warranty & Indemnity (W&I) Insurance¹⁹⁷. Mittlerweile hat sich die Gewährleistungsversicherung beim Kauf nicht kotierter Unternehmen etabliert und ist namentlich in kompetitiven Auktionen kaum mehr wegzudenken.

Im Normalfall ist es der Käufer, der die Versicherungsdeckung erwirbt. Bei einer Gewährleistungsverletzung kann er sich im Umfang der vereinbarten Deckung direkt an den Versicherer halten. Meistens wird ein Anspruch gegen den Verkäufer im Kaufvertrag ausgeschlossen. Allerdings sehen die Versicherungspolice ihrerseits verschiedene Ausschlüsse (typischerweise Strafen/Bussen, Produkthaftpflicht, Umweltschäden, Korruption sowie gewisse Steuern), Ausnahmen und Einschränkungen auf. Ausserdem kann i.d.R. für bekannte Risiken, insb. solche, die in der Due Diligence entdeckt worden sind, kein Versicherungsschutz erworben werden. Die Differenzen zwischen dem Zusicherungskatalog und der Deckung zu den einzelnen Zusicherungen werden typischerweise in einem Beiblatt zu der Police festgehalten, welches sorgfältig zu prüfen ist. Insbesondere werden dort vom Versicherer häufig Wissensvorbehalte oder Einschränkungen zum Anwendungsbereich vermerkt. Die Polices enthalten weiter Bestimmungen zur Deckungssumme, zum Selbstbehalt und zur Definition des Schadens. Die Bestimmungen in der Police sind mit dem Unternehmenskaufvertrag abzustimmen. Der Käufer strebt eine möglichst hohe Kongruenz an, doch sind i.d.R. gewisse Unterschiede unvermeidbar. Ein Rückgriff auf den Verkäufer (z.B. durch Subrogation) wird vorbehaltlich Täuschung ausgeschlossen.

Für den Verkäufer ist eine W&I Insurance vorteilhaft, weil sie ihm einen Exit (weitgehend) ohne nachvertragliche Haftungsrisiken erlaubt. Vor allem Private-Equity-Verkäufern ist dies wichtig, um den Verkaufserlös ohne Verzug möglichst vollständig ausschütten zu können. Auch für den Käufer kann eine W&I Insurance von Vorteil sein, namentlich wenn es sich beim Verkäufer um eine oder mehrere natürliche Personen oder eine privat gehaltene Gesellschaft mit unsicherer Bonität handelt. In diesen Fällen gibt die Versicherung dem Käufer Gewissheit, sich im Gewährleistungsfall an eine Genpartei mit hoher Bonität (den Versicherer) halten zu können. Vor diesem Hintergrund hat die W&I Insurance auch die früher üblichen *Escrows* weitgehend verdrängt.

W&I-Versicherungspolices werden heute innerhalb weniger Wochen und parallel zum Transaktionsprozess verhandelt und abgeschlossen. Für die Rechtsberater des Käufers resultiert ein gewisser zusätzlicher Aufwand. Neben den

¹⁹⁷ Siehe zur Warranty & Indemnity Insurance ausführlich Schenker, M&A XIX, 243 ff.

Verhandlungen der Police mit dem Versicherer gilt es namentlich, die Police laufend mit dem Kaufvertrag abzustimmen. Auch an die Due Diligence und an den Bericht werden erhöhte Anforderung gestellt, und manchmal verlangen die Versicherungsunternehmen zu einzelnen Themen nähere Erläuterungen und Einschätzungen durch den Rechtsberater des Käufers.

5. Deal Terms

Bis vor ca. 15 Jahren waren die Kaufverträge betreffend den Kauf privat gehaltener Unternehmen, namentlich die Share Purchase Agreements, oft ausgewogen und manchmal eher käuferfreundlich. Spätestens während des jüngsten Verkäufermarkts, wie er bis 2021 vorherrschte, sind die Vertragskonditionen laufend verkäuferfreundlicher geworden, namentlich in Auktionen:

- Wurden früher oft Kaufpreisanpassungen per Vollzug mit Bezug auf flüssige Mittel, Finanzverbindlichkeiten und Net Working Capital vorgesehen, wird heute im Normalfall eine „Locked Box“-Vereinbarung¹⁹⁸ getroffen. Danach ist der Kaufpreis fest und unterliegt keinen Anpassungen per Vollzugstag. Der Käufer trägt somit auch das Geschäftsrisiko zwischen Signing und Closing¹⁹⁹.
- No MAC-, Bring Down- und Covenant Compliance-Bedingungen sind in Schweizer Unternehmenskaufverträgen selten geworden²⁰⁰. In aller Regel trägt der Käufer das Risiko, dass sich das Geschäft des gekauften Unternehmens zwischen Signing und Closing zufolge unvorhergesehener Veränderungen wesentlich verschlechtert.
- Bei regulatorischen Bedingungen werden des Öfteren „Hell or High Water“-Klauseln vereinbart. Darin verpflichtet sich der Käufer, alle Auflagen, die von Wettbewerbs- und sonstigen Behörden zur Genehmigung der Transaktion verlangt werden, zu akzeptieren.
- Mit Bezug auf die Zusicherungen und Gewährleistungen war es in der Schweiz bereits früher überwiegend üblich, dass sich der Käufer den Datenraum als offengelegt entgegenhalten lassen musste (General Disclosure). Dies hat sich nicht geändert. Hingegen ist das Korsett der Haftungsveraussetzungen und -einschränkungen im Laufe der Zeit zugunsten des Käufers enger geworden. Hinzuweisen ist z.B. auf erhöhte Anforderungen an

¹⁹⁸ Siehe Blum, M&A XVII, 228 ff.

¹⁹⁹ Zur Locked Box-Preisvereinbarung siehe Diem/Erni, 354 ff. Allerdings sind bei Carve-out-Transaktionen und im Banken- und Finanzbereich auch heute noch oft Preisanpassungen per Vollzugstag anzutreffen.

²⁰⁰ Siehe Blum, M&A XVII, 251 ff. Zu diesen Bedingungen und anderen Exit-Möglichkeiten aus M&A-Transaktionen siehe Diem, M&A XXIII, 9 ff.; Schenker, M&A XVIII, 279 ff.

die Geltendmachung von Zusicherungsverletzungen oder auf enge Schadensdefinitionen (Ausschluss von indirekten Schäden, Mangelfolgeschäden oder entgangenem Gewinn)²⁰¹. Falls eine Warranty & Indemnity Insurance vorgesehen ist, wird die Haftung des Verkäufers für die Gewährleistungen oft ganz ausgeschlossen bzw. auf einen Franken begrenzt. Auch *Indemnities*, das heisst Schadloshaltungen für erkannte Risiken, kommen namentlich in kompetitiven Auktionen selten vor. Oft sieht sich der Käufer gezwungen, Risiken, die ihm aufgrund der Due Diligence bekannt sind, zu übernehmen, falls er den Zuschlag erhalten möchte.

Insgesamt ist festzustellen, dass der Raum für Vertragsverhandlungen im Laufe der Jahre namentlich in Auktionssituationen kleiner geworden ist. Die Verhandlungen werden denn auch oft weniger intensiv und lange geführt als dies früher regelmässig der Fall war. Risiken, die früher vertraglich beim Verkäufer verblieben bzw. auf diesen überwältzt wurden, werden heute in der Due Diligence genauer analysiert und eingeschätzt und durch den Käufer übernommen oder gegebenenfalls durch eine Warranty & Indemnity Insurance gedeckt. Es bleibt abzuwarten, ob die zukünftige Entwicklung in einem weniger günstigen M&A-Umfeld bis zu einem gewissen Grad wieder in eine andere Richtung geht.

6. Regulatorische Hürden und Risiken

Die regulatorischen Hürden und Risiken, denen sich M&A-Transaktionen ausgesetzt sehen, haben sich in den letzten Jahren laufend erhöht²⁰². Zu den wettbewerbsrechtlichen Zusammenschlusskontrollen sind die weltweiten Direktinvestitionskontrollen hinzugetreten, und auch kleinere und mittlere Transaktionen sind vermehrt von Melde- und Bewilligungspflichten betroffen. Im Ergebnis nehmen Transaktionen mehr Zeit in Anspruch und die Vollzugsrisiken sind gestiegen. Der Vollzug einer Grosstransaktion kann ohne weiteres 9 bis 12 Monate oder mehr in Anspruch nehmen. Dementsprechend lang ist die für die beteiligten Unternehmen kritische Schwebe- bzw. Unsicherheitsphase. Auch steht allfälligen Interlopfern oder aktivistischen Aktionären viel Zeit zur Verfügung, um eine Konkurrenztransaktion vorzubereiten, marktschonend eine namhafte Beteiligung aufzubauen oder eine Abwehrkampagne zu lancieren. Ausserdem besteht eine erhebliche Unsicherheit bezüglich der Entwicklung des ökonomischen Umfelds, der relativen Bewertung und der Ka-

²⁰¹ Siehe zum Ganzen Diem, M&A XXII, 32 ff.

²⁰² Siehe oben, [IV.5](#).

pital- und Finanzmärkte bis zum Vollzug²⁰³. Auch für kleinere und mittlere Transaktionen ergeben sich aus der Zunahme der Melde- und Bewilligungspflichten nicht selten ein höherer Zeitbedarf und höhere Kosten.

Für die Transaktionspraxis bedeutet die Zunahme an regulatorischen Hürden und Risiken, dass der „Regulatory Workstream“ an Bedeutung gewonnen hat. In der Verhandlungsphase müssen die Melde- und Bewilligungspflichten oft in verschiedenen Jurisdiktionen geprüft werden. Manchmal kommen detaillierte Machbarkeitsanalysen und Risikoeinschätzungen hinzu. Wird ein Risiko für Auflagen oder gar eine Untersagung identifiziert, ist der vertraglichen Allokation besondere Aufmerksamkeit zu schenken. Die entsprechenden Vollzugsbedingungen und die Pflichten im Zusammenhang mit den regulatorischen Meldungen und Bewilligungen geben nicht selten Anlass zu Verhandlungen. Auch nach dem Signing nimmt der Aufwand nicht ab. So kann z.B. die Koordination zwischen den verschiedenen Bewilligungsverfahren in den betroffenen Ländern überaus aufwändig sein. Insgesamt muss man davon ausgehen, dass sich die regulatorischen Rahmenbedingungen für M&A-Transaktionen auch in der nahen Zukunft nicht wesentlich verbessern werden, sodass der Bereich „Regulatory“ ein wichtiger Aspekt der Transaktionspraxis bleiben wird.

7. Technologische Entwicklungen

Die rasanten technologischen Entwicklungen der vergangenen 25 Jahre haben selbstverständlich auch die M&A-Transaktionspraxis massiv verändert. Musste früher ein Due Diligence-Bericht mühsam per Fax an die Klientin geschickt werden, was je nach Umfang oder bei Problemen mit dem Faxgerät durchaus Stunden (und dies oft in der Nacht) in Anspruch nahm, so lassen sich seit Anfang der Nullerjahre selbst längste Dokumente in Sekundenbruchteilen mit E-Mail gleichzeitig an eine Vielzahl von Empfängern versenden, heute auch per Smartphone von (fast) jedem Ort der Welt aus. Auch das exponentielle Wachstum des Internets und der darauf zugänglichen Informationen hat die Transaktionspraxis grundlegend verändert. Ein Handelsregisterauszug z.B. ist heute mit einem Mausklick sofort verfügbar. Vor 20 Jahren musste er zunächst bestellt und dann postalisch zugestellt oder auf dem Amt abgeholt werden.

Während E-Mail, Internet und Smartphone nun schon seit langem zur Selbstverständlichkeit geworden sind, hat der Ausbruch der COVID-19-Pandemie im Frühling 2020 zu einer weiteren Veränderung der Arbeitswelt und auch der Arbeitsweise in M&A-Transaktionen geführt – oder zumindest dazu beigetra-

²⁰³ Siehe Tschäni/Diem, M&A XX, 42 f.

gen. Nicht nur die Due Diligence wird heute am Computer vom eigenen Arbeitsplatz oder Home Office aus erledigt, auch die Verhandlungen werden per Video Call geführt. Reisen und physische Meetings sind eher zur Seltenheit geworden. Selbst Closings können unter Abwesenden stattfinden. Das Ergebnis ist eine weitere Beschleunigung des Transaktionsprozesses. Auch hat die Entwicklung m.E. dazu beigetragen, dass Vertragsverhandlungen heute weniger ausgeprägt sind, als sie es noch vor der Pandemie waren.

Abgesehen von E-Mail, Internet und Video Call wird schon seit einigen Jahren erwartet, dass auch die technologischen Entwicklungen auf dem Gebiet der *künstlichen Intelligenz* die M&A-Praxis verändern werden. Bereits seit längerem sind lernfähige Softwarelösungen verfügbar, welche zumindest Teilaufgaben der Due Diligence übernehmen sollen. Bislang konnten sich diese Produkte nach meinem Dafürhalten jedoch nicht wirklich durchsetzen, da ihnen der erforderliche breite Zugang zu den Daten versperrt blieb. Möglicherweise wird sich dies in absehbarer Zukunft ändern, nachdem die Datenraumanbieter, die Zugang zu den Daten haben, damit begonnen haben, solche Due Diligence-Lösungen zu entwickeln und anzubieten. Auch auf dem Gebiet der Vertragsredaktion existieren Produkte, welche die automatische Erstellung von Standardverträgen ermöglichen oder bei komplexeren Verträgen das Drafting unterstützen. Auch hier ist der technologische Fortschritt bislang aber nicht so rasant gewesen, wie dies noch vor einigen Jahren prognostiziert wurde. Die Zukunft wird zeigen, wie sich die Entwicklungen auf dem Gebiet der künstlichen Intelligenz und auf anderen Technologiegebieten auf die M&A-Praxis auswirken werden.

VI. Schlussfolgerungen

M&A hat in den 25 Jahren seit Bestehen der Reihe „Mergers & Acquisitions“ eine tiefgreifende Entwicklung erlebt. Zunächst ist die *wirtschaftliche Bedeutung* stark gestiegen. Für die Unternehmen ist M&A zu einem zentralen Element in der Planung und Umsetzung der Unternehmensstrategie geworden. Gleichzeitig hat sich das M&A-Geschäft selbst zu einem wesentlichen Wirtschaftszweig entwickelt. Die gestiegene wirtschaftliche Bedeutung zeigt sich namentlich im enormen Wachstum des Transaktionsgeschehens. So ist die Anzahl der durchgeführten Transaktionen in den letzten 25 Jahren um den Faktor vierzehn gestiegen. Dies entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate (von Jahr zu Jahr) von mehr als 14%. Auch das Volumen (Wert der Transaktionen) hat sich in dem Zeitraum in etwa verfünffacht. Das Wachstum war aber nicht linear. Vielmehr korreliert es mit etwas Verzögerung mit den Bewegungen an den Börsenmärkten. Dementsprechend durchlief der

Markt drei markante Wachstumszyklen – die Dotcom-Phase von 1998 bis 2000, den Zyklus in den Nullerjahren von 2003 bis 2008 sowie den wohl längsten Zyklus von 2010 bis 2021/22 nach der globalen Finanzkrise.

In der Berichtsperiode wurden Mergers & Acquisitions stark durch *gesetzgeberische Entwicklungen* beeinflusst. Allen voran ist das 1998 mit dem BEHG eingeführte Übernahmerecht zu nennen, welches die effiziente Übernahme von Publikumsgesellschaften überhaupt erst ermöglichte. Die übernahmerechtliche Praxis, wie auch das ebenfalls 1998 in Kraft gesetzte Offenlegungsrecht, haben in den ersten zehn Jahren eine rasante Entwicklung erlebt. Dazu beigetragen haben nicht zuletzt die unfreundlichen Übernahmen und Übernahmekämpfe, die während dieser Zeit in grosser Zahl vorkamen. Ein weiterer gesetzgeberischer Meilenstein im Bereich M&A stellt das 2004 in Kraft getretene FusG dar, das v.a. für konzerninterne Umstrukturierungen von Bedeutung ist. Neben diesen „spezialgesetzlichen“ Erlassen hatten auch die VegüV und die Entwicklungen im Wertpapier- und Aktienrecht einen Einfluss auf die M&A-Praxis.

Mit Bezug auf das *Transaktionsgeschehen* ist festzustellen, dass in der Schweiz – gemessen an der Grösse des Landes – überdurchschnittlich viele Grosstransaktionen zu verzeichnen sind. Angesichts der überdurchschnittlich hohen Anzahl grosser Schweizer Unternehmen überrascht dies nicht. Auffallend ist sodann die Häufung von „Übernahmeschlachten“, die in den Nullerjahren des zwanzigsten Jahrhunderts bis zum Ausbruch der globalen Finanzkrise fast an der Tagesordnung waren. Der längste und intensivste Übernahmekampf fand mit der versuchten Kontrollübernahme der Sika von 2014 bis 2018 jedoch erst einige Jahre später statt. Vergleichsweise selten sind hingegen Transaktionen, die am Widerstand der Aktionäre (Clariant/Huntsman und Sunrise/UPC) oder der Regulatoren (Orange/Sunrise und Ticketcorner) scheiterten. Freilich stellen diese hier in den Vordergrund gerückten, meist grösseren Transaktionen nur einen Bruchteil der Schweizer M&A-Aktivitäten dar. Das Rückgrat des Schweizer Transaktionsgeschehens bildet der Midmarket. Wie andernorts auch, dominieren in der Schweiz die kleineren und mittleren Transaktionen. Davon waren in den letzten 25 Jahren mehrere Tausend Deals zu verzeichnen.

Was die *M&A-Praxis* anbetrifft, ist das starke Aufkommen des Auktionsprozesses zum Verkauf privat gehaltener Unternehmen auffallend. Diese Entwicklung war nicht zuletzt getrieben durch Private Equity, welches spätestens im Niedrigzinsumfeld der Jahre 2010 bis 2021 zur treibenden, zuweilen dominanten Kraft des Transaktionsgeschehens wurde. Als Folge des in dieser Zeit vorherrschenden Verkäufermarktes sind sodann die Deal-Terms zunehmend verkäuferfreundlich geworden. Gleichzeitig sind die Vertragsverhandlungen in ihrer

Bedeutung eher etwas in den Hintergrund gerückt, während die Due Dilligence eher an Bedeutung gewonnen hat. Wurden die mit einer M&A-Transaktion verbundenen Risiken früher in langwierigen Verhandlungen zwischen den Parteien austariert, werden sie heute oft auf Versicherungen externalisiert. Schliesslich haben die enormen technologischen Entwicklungen der letzten 25 Jahre – E-Mail, Internet, Smartphone und Video Call, um nur die wichtigsten zu nennen – auch die M&A-Praxis fundamental verändert.

Auch wenn der letzte M&A-Zyklus, der 2010 begann, abgeschlossen zu sein scheint, wird M&A auch in den nächsten 25 Jahren ein ganz wesentlicher Faktor des Wirtschaftsgeschehens bleiben. Verschiedene makroökonomische Treiber versprechen auch in Zukunft eine rege Aktivität auf den M&A-Märkten. Beispielsweise dürften die energiepolitische Wende und die globale Dekarbonisierung der Wirtschaft sowie der Umbau von globalen Lieferketten dazu führen, dass unpassende Unternehmen veräussert und neue Geschäftsfelder anorganisch erschlossen werden. Auch die anhaltend hohen Renditeanforderungen auf der Investorenseite dürften in der Zukunft nicht nachlassen, bzw. infolge der demographischen Entwicklung gar noch zunehmen, und M&A weiterhin antreiben. Inwieweit das Geschehen durch regulatorische und protektionistische Tendenzen gedämpft werden wird – hinzuweisen ist hierzu etwa auf die Bestrebungen zur Revision der Zusammenschlusskontrolle oder zur Einführung einer Investitionskontrolle – bleibt abzuwarten. Ebenfalls wird sich erst weisen müssen, inwiefern sich die M&A-Praxis und die Arbeit der Berater durch die Entwicklungen im Bereich der künstlichen Intelligenz und Big Data verändern werden. Ungeachtet dieser und anderer Entwicklungen werden die M&A-Anwälte und -Berater auch in der Zukunft eine zentrale Rolle im M&A-Geschehen spielen.

Literaturverzeichnis

Arpagaus Reto/Stadler Ralph/Werlen Thomas, Das Schweizerische Bankgeschäft, 8. A., Zürich 2021.

Bärtschi Harald, Die rechtliche Umsetzung des Bucheffektengesetzes, AJP 2009, 1071 ff.

Basler Kommentar zum Fusionsgesetz, in: Watter Rolf et al. (Hrsg.), 2. A., Basel 2015 (zit. BSK FusG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

Basler Kommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegÜV), in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basel 2015 (zit. BSK VegÜV-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

Blum Oliver, Internationaler Vergleich typischer Klauseln aus M&A-Verträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich/Basel/Genf 2015, 227 ff. (zit. Blum, M&A XVII).

- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, Aktienrecht mit Rechnungslegung, 5. A., Zürich/Genf 2022 (zit. Böckli, Aktienrecht).
- Böckli Peter, Zum Vorentwurf für eine Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrecht, Eine kritische Übersicht, GesKR 2006, 4 ff. (zit. Böckli, Vorentwurf).
- Daeniker Daniel, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIII, Zürich/Basel/Genf 2010, 93 ff. (zit. Daeniker, M&A XIII).
- Daeniker Daniel/Nikitine Alexander, Golden Handshakes, Golden Parachutes und ähnliche Vereinbarungen bei M&A-Transaktionen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IX, Zürich/Basel/Genf 2007, 108 ff. (zit. Daeniker/Nikitine, M&A IX).
- Daeniker Daniel/Waller Stefan, Aktionär: Freund oder Feind? Zur Stellung des Verwaltungsrates bei Proxy Fights, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich/Basel/Genf 2009, 75 ff. (zit. Daeniker/Waller, M&A XI).
- Diem Hans-Jakob, Der selektive Aktienrückkauf, in: Jung Peter/Krauskopf Frédéric/Cramer Conradin (Hrsg.), Theorie und Praxis des Unternehmensrecht, Festschrift zu Ehren von Lukas Handschin, Zürich 2020, 117 ff. (zit. Diem, Aktienrückkauf).
- Diem Hans-Jakob, Leistungsstörungen und Rechtsbehelfe im Unternehmenskauf, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXII, Zürich/Basel/Genf 2021, 7 ff. (zit. Diem, M&A XXII).
- Diem Hans-Jakob, M&A in Uncertain Times: No MAC und andere Exit-Möglichkeiten aus M&A-Transaktionen, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis, 23. Konferenz zu Mergers & Acquisitions, Zürich 2022, 9 ff. (zit. Diem, M&A XXIII).
- Diem Hans-Jakob, Öffentliche Kaufangebote – neueste Entwicklungen, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions – Aktuelle Entwicklungen in Recht und Praxis, 24. Zürcher Konferenz zu Mergers & Acquisitions, Zürich 2022, 9 ff. (zit. Diem, M&A XXIV).
- Diem Hans-Jakob/Erni Stephan, „Locked Box“ beim Unternehmenskauf – Ein (vergänger)er Trend oder mehr?, GesKR 2010, 354 ff.
- Gaberthüel Tino/Grivel Xavier, Tokenisierung von Aktien unter dem neuen DLT-Gesetz (insb. Art. 973d ff. OR) und CMTA Standard, SZW 2022, 254 ff.
- 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, M&A XXII).
- Gerhard Frank/Schmidt Patrick, SPAC *ante portas*: Schweizerische SPACs und De-SPAC-Transaktionen, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions – Aktuelle Entwicklungen in Recht und Praxis, 24. Konferenz zu Mergers & Acquisitions, Zürich 2022, 49 ff. (zit. Gerhard/Schmidt, M&A XXIV).
- Gericke Dieter, M&A und Aktivismus unter dem neuen Aktienrecht, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis, 23. Konferenz zu Mergers & Acquisitions, Zürich 2022, 57 ff. (zit. Gericke, M&A XXIII).

- Gericke Dieter, Von Marktrecht zu Marktsteuerung im Offenlegungs- und Übernahmerecht, GesKR 2013, 247 ff. (zit. Gericke, Marktsteuerung).
- Gericke Dieter/Kuhn Daniel, Radikalkur bei der Inhaberaktie und Neuerungen bei den gesellschaftsrechtlichen Meldepflichten, AJP 2019, 1272 ff.
- GesKR-Kommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV), Vergütungsrecht der Schweizer Publikumsgesellschaften, in: Gerhard Frank/Maizar Karim/Spillmann Till (Hrsg.), Zürich 2014 (zit. GesKR-Kommentar VegüV-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Glanzmann Lukas, Umstrukturierungen, Eine systematische Darstellung des schweizerischen Fusionsgesetzes, 3. A., Bern 2014.
- Gnos Urs, Unternehmensverkauf mittels Auktion, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXI, Zürich/Basel/Genf 2019, 121 ff. (zit. Gnos, M&A XXI).
- Höhn Jakob, Macht sich Freundlichkeit für einen Übernehmer bezahlt?, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich/Basel/Genf 2009, 41 ff. (zit. Höhn, M&A XI).
- Isler Peter R., Escrow-Vertrag bei Unternehmensübernahmen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions II, Zürich/Basel/Genf 2000, 181 ff. (zit. Isler, M&A II).
- Kommentar zum Fusionsgesetz, Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung sowie die einschlägigen Bestimmungen des IPRG und des Steuerrechts, in: Baker & McKenzie (Hrsg.), , 2. A., Bern 2015 (zit. HK FusG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Kurer Peter, Auktionsverfahren beim Verkauf von Unternehmen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, 159 ff. (zit. Kurer, M&A III).
- Kurer Peter, M&A – Eine kleine rechtshistorische Untersuchung, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich/Basel/Genf 2008, 213 ff. (zit. Kurer, M&A X).
- Leuenberger Christian/Thormann Olivier, Öffentliche Übernahmen und das revidierte Insiderhandelsverbot, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVI, Zürich/Basel/Genf 2014, 201 ff. (zit. Leuenberger/Thormann, M&A XVI).
- Meier-Hayoz Arthur/von der Crone Hans Caspar, Wertpapierrecht, 3. A., Bern 2018.
- Nobel Peter, Die EU-Richtlinie betreffend Übernahmeangebote und ihre Umsetzung in den Mitgliedstaaten, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich/Basel/Genf 2008, 1 ff. (zit. Nobel, M&A X).
- Nobel Peter, Übernahme von Publikumsgesellschaften oder: Die Zielgesellschaft als „Target“, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Zürich 1998, 151 ff. (zit. Nobel, M&A I).
- Praxiskommentar zur Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2018, in: Oser David/Müller Andreas (Hrsg.), Allg. Einleitung und Kommentar zu Art. 95 Abs. 3 BV, Vorb. Art. 13, Art. 13-21, Art. 28, Art. 31, Art. 33 VegüV (zit. Praxiskommentar VegüV-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Röhling Frank/Meinhardt Marcel, Foreign Direct Investment Control – von CFIUS in die Welt, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis, 23. Konferenz zu Mergers & Acquisitions, Zürich 2022, 165 ff. (zit. Röhling/Meinhardt, M&A XXIII).

- Schärer Heinz, Verfahrensfragen im neuen Übernahmerecht, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XII*, Zürich/Basel/Genf 2010, 79 ff. (zit. Schärer, M&A XII).
- Schenker Urs, *Leverage Buy-Out (Steuerrechtliche Aspekte)*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions II*, Zürich 2000, 43 ff. (zit. Schenker, M&A II).
- Schenker Urs, *Due Diligence beim Unternehmenskauf*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions III*, Zürich 2001, 209 ff. (zit. Schenker, M&A III).
- Schenker Urs, *Due Diligence bei feindlichen Übernahmen und Konkurrenzangeboten*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions X*, Zürich/Basel/Genf 2008, 129 ff. (zit. Schenker, M&A X).
- Schenker Urs, *Veränderungen des Unternehmens zwischen Signing und Closing*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XVIII*, Zürich/Basel/Genf 2016, 279 ff. (zit. Schenker, M&A XVIII).
- Schenker Urs, *Versicherung von Gewährleistungsrisiken*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XIX*, Zürich/Basel/Genf 2017, 243 ff. (zit. Schenker, M&A XIX).
- Schleiffer Patrick/Wolf Matthias, *Die Mitwirkung der Gesellschaft bei Sekundärplatzierungen*, in: Oertle Matthias et al. (Hrsg.), *M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni*, Zürich 2010, 297 ff.
- Thévenoz Luc/Roos Lukas, *Opting Out*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XVII*, Zürich/Basel/Genf 2015, 7 ff. (zit. Thévenoz/Roos, M&A XVII).
- Tschäni Rudolf, *Internationale Zusammenschlüsse von Publikumsgesellschaften*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XI*, Zürich/Basel/Genf 2009, 109 ff. (zit. Tschäni, M&A XI).
- Tschäni Rudolf, *Leverage Buy-Out (Zivilrechtliche Aspekte)*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions II*, Zürich 2000, 1 ff. (zit. Tschäni, M&A II).
- Tschäni Rudolf, *Opting-Out im öffentlichen Übernahmerecht – Schweiz gegen Europa*, in: Notter Markus et al. (Hrsg.), *Europäische Idee und Integration – mittendrin und nicht dabei?*, *Liber Amicorum für Andreas Kellerhals*, Zürich/Basel/Genf 2018, 201 ff. (zit. Tschäni, *Opting-Out*).
- Tschäni Rudolf, *Put-up or Shut-up (PUSU)*, in: Weber Rolf H et al. (Hrsg.), *Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag*, Zürich 2017, 657 ff. (zit. Tschäni, PUSU).
- Tschäni Rudolf, *Squeeze-out*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XII*, Zürich/Basel/Genf 2012, 25 ff. (zit. Tschäni, M&A XII).
- Tschäni Rudolf, *Übernahme- und Zusammenschlussformen*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*, Zürich 1998, 1 ff. (zit. Tschäni, M&A I).
- Tschäni Rudolf, *Vermögensübertragung nach Fusionsgesetz und auf anderen Wegen*, *GesKR* 2007, 170 ff. (zit. Tschäni, *Vermögensübertragung*).
- Tschäni Rudolf, *Vinkulierung: Building Trust nach Sika*, in: Jung Peter/Krauskopf Frédéric/Cramer Conradin (Hrsg.), *Theorie und Praxis des Unternehmensrecht, Festschrift zu Ehren von Lukas Handschin*, Zürich 2020, 721 ff. (zit. Tschäni, *Vinkulierung*).

- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, Das Defence- bzw. M&A-Manual, in Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich/Basel/Genf 2014, 55 ff. (zit. Tschäni/Diem, M&A X).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, Going Private durch LBO, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVI, 53 ff. (zit. Tschäni/Diem, M&A XVI).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, Interessenkonflikte in M&A-Transaktionen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVIII, 53 ff. (zit. Tschäni/Diem, M&A XVIII).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, Mindestpreis, Best Price Rule und Angebotspflicht, in Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIX, Zürich/Basel/Genf 2017, 33 ff. (zit. Tschäni/Diem, M&A XIX).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, Übernahmekämpfe – Lehren aus den Fällen Forbo, Unaxis, Leica und Saia-Burgess, GesKR 1/2006, 54 ff. (zit. Tschäni/Diem, Übernahmekämpfe).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, Vollzug von Aktienkäufen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XV, Zürich/Basel/Genf 2013, 91 ff. (zit. Tschäni/Diem, M&A XV)
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, 20 Jahre Megadeals, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XX, Zürich/Basel/Genf 2018, 19 ff. (zit. Tschäni/Diem, M&A XX).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 4. A., Zürich 2020.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zürich 2021.
- Vischer Markus/Gnos Urs P., Erfahrungen mit dem Fusionsgesetz, AJP 2006, 783 ff.
- von der Crone Hans Caspar, Aktienrecht, 2. A., Bern 2020.
- von der Crone Hans Caspar et al., Das Fusionsgesetz, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2017 (zit. von der Crone et al.).
- Waser Astrid, Entwicklungen in der Fusionskontrolle, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXI, Zürich/Basel/Genf 2019, 97 ff. (zit. Waser, M&A XXI).
- Waser Astrid/Haechler Till, Einführung einer Schweizer Investitionskontrolle, GesKR 2022, 311 ff.
- Watter Rolf, Vermögensübertragung – Ausgewählte Aspekte aus der neueren Praxis, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVIII, Zürich/Basel/Genf 2016, 7 ff. (zit. Watter, M&A XVIII).
- Watter Rolf/Dubs Dieter, Optionsstrategien bei Übernahmekämpfen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions X, Zürich/Basel/Genf 2008, 173 ff. (zit. Watter/Dubs, M&A X).
- Watter Rolf/Henry David P., Das neue Rechnungslegungsrecht für den M&A-Anwalt – Auswirkungen auf private Aktien- oder Unternehmenskäufe, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVI, Zürich/Basel/Genf 2014, 7 ff. (zit. Watter/Henry, M&A XVI).
- Watter Rolf/Maizar Karim, Konkurrierende Angebote, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich/Basel/Genf 2005, 1 ff. (zit. Watter/Maizar, M&A VII).

- Watter Rolf/Rampini Corrado, Proxy Fights, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich 2001, 1 ff. (zit. Watter/Rampini, M&A III).
- Weber Philippe/Candreia Philipp, Dual Track Transaktionen, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXI, Zürich/Basel/Genf 2019, 69 ff. (zit. Weber/Canreia, M&A XXI).
- Wolf Matthias, Blocktrades, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen VI, Zürich 2011, 1 ff.

Anhang 1 – Grosstransaktionen \geq CHF 5 Mrd.

Jahr	Transaktion	Wert (Mrd.)	Transaktion / Struktur
1999	Alcan – Alusuisse (- Pechiney)	USD 9.5	Übernahme/Zusammenschluss mittels öff. Tauschangebot
2005	Julius Bär – UBS Private Banks, GAM	CHF 5.6	Übernahme mittels Aktienkauf mit Tauschkomponente
2006	Axa – Winterthur	CHF 12	Übernahme mittels Aktienkauf
2007	Merck – Serono	CHF 16	Übernahme mittels Kauf und öff. Kaufangebot (all Cash)
2008	Alcon – Novartis (24.85%)	CHF 11	Kauf Minderheitsbeteiligung und Einräumung Kaufoption
2009	Julius Bär – GAM (Spin-off)	CHF 8	Spin-off der GAM
2010	Alcon – Novartis (75.15%)	USD 38	Ausübung Kaufoption und vollst. Übernahme mittels Fusion
2011	Synthes – Johnson & Johnson	CHF 18	Übernahme gegen Cash und Aktien mittels Triangular Merger
2012	Xstrata – Glencore	USD 31	Zusammenschluss mittels Scheme of Arrangement
2014	Holcim – Lafarge	EUR 47	Merger of Equals mittels öff. Umtauschangebot nach franz. Recht
	Novartis – Glaxo SmithKline	CHF 16	Privater Kauf/Tausch/Joint Venture
2015	The Chubb – ACE Limited	USD 29.5	Übernahme gegen Cash und Aktien mittels Triangular Merger
2016	Syngenta – Chem-China	CHF 47	Öff. Kaufangebot (all Cash)

Jahr	Transaktion	Wert (Mrd.)	Transaktion / Struktur
2017	Actelion – Johnson & Johnson	USD 30	Öff. Kaufangebot (all Cash)
2019	ABB Power Grids – Hitachi	CHF 9.5	Übernahme von 80.1% mittels Asset Deal
	Novartis – Alcon	CHF 27	Spin-off der Alcon
	Galderma – EQT/ADIA	CHF 10	Übernahme mittels Aktienkauf
2020	Sunrise – Liberty Global	CHF 6.5	Öff. Kaufangebot (all Cash)
2021	Roche – Novartis	CHF 19	Rückkauf der 33.3%-Beteiligung mittels Aktienkauf
	Unilabs – A.P. Moller	CHF 5	Übernahme mittels Aktienkauf
	Vifor – CSL Limited	CHF 11	Öff. Kaufangebot (all Cash)
2022	SAZKA – CSR	USD 9	Kauf (De-SPAC; nicht vollzogen)
	Firmenich – DSM	EUR 19	Übernahme mittels Aktienkauf/-tausch

Anhang 2 – Unfreundliche Kaufangebote

Jahr	Zielgesellschaft	Anbieter	Angebot	Erfolg?
2000	Big Star Holding	Tsufa	Freiwillig	ja
	Unaxis Holding	Esec Holding	Pflicht	n/a
	Axantis Holding	D. und M. Model	Freiwillig	nein
2001	Sulzer	InCentive Capital	Freiwillig	nein
	Creinvest	Altin	Freiwillig	nein
	Baumgartner Papiers	MultiPapiers	Freiwillig	nein
	ENR Eastern Natural Resources	Hansa Aktiengesellschaft	Freiwillig	ja
2003	Jelmoli Holding	Pelham Investments	Pflicht	n/a
	Alpine Select	EIC Electricity	Freiwillig	ja
2005	Mach Hitech	LIL Investments	Pflicht	n/a
	Leica Geosystems	Hexagon	Freiwillig	ja
	Saia-Burgess Electronics Holding	Sumida Holding	Freiwillig	nein
2006	Saurer	OC Oerlikon	Pflicht	ja
	SIG Holding	CVC Capital Partners und FERD	Freiwillig	nein
	Bank Linth	Glarner Kantonalbank	Freiwillig	nein
2007	Converium Holding	SCOR	Freiwillig	ja
	Implenia	LIL Investments (Laxey)	Pflicht	nein

Jahr	Zielgesellschaft	Anbieter	Angebot	Erfolg?
2008	Groupe Baumgartner Holding	Behr Bircher Cellpack	Freiwillig	ja
	sia Abrasives Holding	Behr Delfrandre & Snozzi	Freiwillig	nein
2009	Harwanne	MMA VIE	Pflicht	ja
2013	Schmolz Bickenbach	Venetos Holding	Pflicht	n/a
	Victoria-Jungfrau Collection	AEVIS Holding	Freiwillig	ja
2015	Sulzer	Tiwel Holding	Pflicht	ja
2017	LifeWatch	AEVIS Victoria	Freiwillig	nein

Anhang 3 – Konkurrierende Angebote

Jahr	Zielgesellschaft	Anbieter 1	Anbieter 2
2000	Intersport Holding	Stancroft Trust *	Intersport Deutschland
	Axantis Holding	D. und M. Model	Ems-Chemie (White Knight) *
2002	Sopafin	A&A Holding	Hansa *
2003	Centerpulse und Incentive	Smith & Nephew	Zimmer *
2005	Leica Geosystems	Hexagon *	Danaher (White Knight)
	Saia-Burgess	Sumida Holding	Johnson Electric (White Knight) *
2006	SIG Holding	CVC und FERD	Rank Group (White Knight) *
	Bank Linth	Glarner Kantonalbank	LLB (White Knight) *
2008	sia Abrasives Holding	Behr Deflandre & Snozzi	Robert Bosch (White Knight) *
2013	Victoria-Jungfrau Collection	AEVIS Holding *	Swiss Private Hotel
2014	PubliGroupe	Tamedia	Swisscom *
2017	LifeWatch	AEVIS VICTORIA	Cardiac Monitoring (White Knight) *

* Erfolgreicher Anbieter

Innovative Transaktionsformen

Dieter Gericke/Alexander Cochardt*

Inhalt

I.	Anstelle einer Einleitung: Die Entwicklung der M&A-Versicherung als exemplarische Innovation	94
II.	Acquire	95
	1. Hintergrund	95
	2. Ausgestaltung	96
	a) Reinform	96
	b) Zwischenformen	97
	3. Rechtliche Themen	98
	4. Steuerfolgen	100
	5. Einschätzung und Ausblick	101
III.	Auktion mit SPAC-Einbezug (De-SPAC)	101
	1. SPACs als Kaufinteressenten	101
	2. Koordination von De-SPAC-Track und M&A-Track (Auktion)	102
	3. Rechtliche und praktische Themen	106
	a) Fehlende Belastbarkeit des De-SPAC-Angebots	106
	b) Krux für Zielgesellschaft und deren Aktionäre	107
	4. Einschätzung und Ausblick	108
IV.	Kaufpreiszahlung in Kryptowährungen	108
	1. Der Einsatz von Kryptowährungen als Zahlungsmittel im Allgemeinen	108
	2. Ausgestaltung	109
	a) Reinform	109
	b) Zwischenformen	110
	3. Rechtliche Themen	110
	a) Qualifikation als Kauf oder Tausch	110
	aa) „Zahlung“ in Kryptowährung als Kauf?	110
	bb) „Zahlung“ in Kryptowährung als Tausch	112
	cc) Qualifikation der Leistung von Kryptowährung im vertraglichen Kontext	113
	b) Kursschwankungen	113
	c) Anwendbarkeit der Alternativermächtigung?	114
	d) Geldwäschereigesetz	115

* Dieser Beitrag basiert auf einem Referat von Dieter Gericke anlässlich der 25. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions des Europa Instituts an der Universität Zürich vom 13. September 2022.

4.	Einschätzung und Ausblick	115
V.	Preferred Equity PIPE	116
1.	Entstehung und Vorkommen	116
2.	Rechtliche Themen	117
a)	Recht auf Dividende	118
b)	Bezugsrechtsausschluss	119
c)	Wandelrecht	121
3.	Einschätzung und Ausblick	122
VI.	Schlusswort	122
	Literaturverzeichnis	123

I. Anstelle einer Einleitung: Die Entwicklung der M&A-Versicherung als exemplarische Innovation

Gelegentlich besteht der Eindruck, der M&A-Prozess unterliege keinem Wandel. Blickt man dann fünf, zehn oder fünfzehn Jahre zurück, realisiert man, dass sich doch sehr vieles verändert hat. Als Beispiel hierfür mag die Verwendung von Versicherungslösungen in M&A-Transaktionen dienen: Versicherungsmakler begannen schon in den 2000er Jahren damit, Investmentbanker und Rechtsanwälte in der Schweiz mit Versicherungsprodukten zur Abdeckung von Ansprüchen aus Gewährleistung oder Schadloshaltungspflichten (*Warranty and Indemnity Insurance*) vertraut zu machen und deren Einsatzmöglichkeiten darzulegen. Die Praxis zeigte jedoch lange nur wenig Interesse an diesen Lösungen. Die Verkäufer fürchteten die damals recht hohen Kosten solcher Versicherungen und die Aussicht, sich zusätzlich zu Verhandlungen und Streitigkeiten mit dem Käufer auch noch solche mit der Versicherung aufzuhalsen. Ausserdem gab es mit dem Konzept des *Escrow* ein bewährtes Mittel für die Absicherung beider Parteien bei Gewährleistungsstreitigkeiten.

Es brauchte daher zum einen einige Jahre versicherungsseitiger Anpassung dieser neuen Lösungen an die Kundenbedürfnisse sowie kundenseitiger Gewöhnung und zum andern veränderte Marktbedingungen, um den Siegeszug der M&A-Versicherungen in den 2010er Jahren einzuleiten. Die Versicherer bzw. die Broker waren gefordert, sich zeitlich rascher und flexibler in die oftmals als Auktionen gestalteten Verkaufsprozesse einzufügen, damit ihre Mitwirkung zu keinen oder nur unwesentlichen Verzögerungen führte. Weiter musste ein mit Versicherungslösungen vertrautes Massenpublikum gefunden

werden, welches grosse Volumina und damit Kosteneffizienz ermöglichte. Dies waren die in den 2010er Jahren in der Schweiz deutlich aktiver gewordenen Private Equity Fonds.

Schliesslich musste das Konzept entgegen etablierter Versicherungslogik verkehrt werden: Nicht die Verkäufer waren gegen Ansprüche der Käufer zu versichern, sondern die Käufer gegen die Schäden, die sie aufgrund unzutreffender Gewährleistungen erlitten. Ja, die Entwicklung ging noch weiter: Im Grunde genommen sind heutige *Warranty and Indemnity Insurances* selbständige Garantien zugunsten der Käufer, denen gar kein Anspruch gegenüber einem Verkäufer mehr zugrunde liegen muss. So kam es, dass in den letzten Jahren kaum mehr eine Auktion ohne Versicherungslösung über die Bühne ging.

Erst im Jahre 2022 veränderte sich das Marktumfeld wegen der Inflation, steigender Zinsen und der Invasion Russlands in die Ukraine, was zu mehr Unsicherheit im M&A-Markt führte. Die Stellung der Käufer stärkte sich und damit auch ihre Möglichkeit, wieder Garantien der Verkäufer mit „*skin in the game*“ zu verlangen.

Nicht alle Innovationen benötigen so viel Zeit, um sich durchzusetzen. Insbesondere bringen Übergänge von Wirtschaftszyklen Innovationen hervor, sei es von Schönwetter- zu Schlechtwetterphasen oder umgekehrt. Häufig ist dann Kreativität gefragt, um eine Transaktion überhaupt noch zustande zu bringen, und schnell werden die so entstandenen Modelle kopiert. Im Folgenden werden wir auf vier neuere Transaktionsformen eingehen, die ganz unterschiedliche Motivationen und Zielsetzungen haben. Teils weisen sie einen gewissen Track-Record in der Schweiz auf, teils sind sie hierzulande noch kaum vorzufinden, doch ihr Durchbruch scheint unabwendbar, und teils scheinen sie bereits gescheitert zu sein. Bei Letzteren stellt sich die Frage, ob sie – ähnlich wie die *Warranty and Indemnity Insurance* – in geänderter Form doch noch eine Zukunft haben werden.

II. Acquire

1. Hintergrund

Rechtliche Innovationen kommen häufig aus den USA, so auch der *Acquire*. Nicht nur in den USA, sondern weltweit gibt es zahlreiche Neugründungen von Firmen (*Start-ups*). Diese verfolgen einen Business Plan und suchen nach Finanzierungsmöglichkeiten. Grossenteils scheitern sie jedoch in den Jahren nach ihrer Gründung oder gehen in grösseren Gebilden auf. Was in manchen dieser Fälle verbleibt, ist eine funktionierende Organisation mit Management,

Spezialisten und Administration. Gleichwohl wird dieses Gebilde häufig aufgelöst, es kommt zu Entlassungen und zur Liquidation oder die Organisation verflüchtigt sich von selbst. Die restlichen Vermögenswerte werden veräussert oder zur Konkursmasse gezogen. Was weder auf den Bilanzen erscheint, noch wertmässig realisiert wird, ist das aufgebaute Humankapital. Dessen Wert wird oft gedankenlos vernichtet.

Nun haben insbesondere IT-Firmen, aber auch Firmen anderer Wachstumsbranchen den Wert dieser Belegschaften entdeckt. Statt mühsam einzelne Mitarbeiter anzuwerben und so über Jahre eine Belegschaft aufzubauen, bilden die brachliegenden, oft auch grösseren Teams erfolgloser oder knapp überlebender Firmen eine mögliche Alternative. Und hier kommt der *Acquihire* ins Spiel.

2. Ausgestaltung

a) *Reinform*

In seiner *Reinform* lässt sich der *Acquihire* wie folgt definieren: „Die Käufergesellschaft bezahlt der ‚Verkäufergesellschaft‘¹ einen Preis dafür, dass die Käufergesellschaft der ganzen Belegschaft ein Angebot machen darf für die Anstellung und Weiterarbeit bei der Käufergesellschaft.“

Wie der Begriff *Acquihire* insinuiert, handelt es sich um eine Mischform von Erwerb und Anstellung. Die Hauptleistung der Verkäufergesellschaft besteht darin, dass sie ihr Einverständnis dazu gibt, dass die Arbeitnehmer vorzeitig aus dem Arbeitsverhältnis ausscheiden, und dass sie auf Abwehrmassnahmen gegen das Vorgehen des *Acquihirer* verzichtet. Das planmässige Abwerben von Arbeitnehmern könnte sonst allenfalls unlauteren Wettbewerb darstellen. Gemäss Lehre und Rechtsprechung wäre dabei namentlich ein Verstoss gegen die

¹ Die Verkäufergesellschaft ist in Anführungszeichen gesetzt, weil Mitarbeiter nicht verkauft werden können und meist auch keine Arbeitsverträge erworben werden.

Generalklausel nach Art. 2 UWG denkbar.² Da der von der Verkäufergesellschaft nicht genehmigte Zugang zu den Kontaktangaben der Mitarbeiter zudem eine Geschäftsgeheimnisverletzung voraussetzt sowie vertrauliche Personendaten betrifft, wäre auch die Verleitung zur Vertragsverletzung nach Art. 4 lit. c UWG oder eine Verletzung von Datenschutzgesetz und Persönlichkeitsrechten denkbar.

Letztlich ist die Transaktionsstruktur vergleichbar mit derjenigen von *Renewal Rights Agreements*, welche dem Verkauf von Versicherungsportfolios dienen. Dabei wird dem Käufer gegen Entgelt das Recht eingeräumt, den Versicherten die nächste Vertragsverlängerung anzubieten.

b) *Zwischenformen*

Neben der Reinform gibt es verschiedene Spielarten, welche den *Acquire* näher in Richtung eines *Asset Deal* (Verkauf der Aktiven und Passiven eines Unternehmens) rücken. Zunächst ist denkbar, dass der *Acquirer* Teile der restlichen Vermögenswerte erwirbt, z.B. die gemieteten Räumlichkeiten weiter nutzt und den Mietvertrag übernimmt. In den meisten *Acquire-Transaktionen* ist der Käufer aber vor allem daran interessiert, gewisse Immaterialgüter und Immaterialgüterrechte aus defensiven Gründen zu erwerben. Allem voran betrifft dies das Know-how der erworbenen Mitarbeiter. Es soll vermieden werden, diese Mitarbeiter anzustellen, um später festzustellen, dass diese ihr Know-how bei der Verkäufergesellschaft zurückgelassen haben oder noch an nachvertragliche Geheimhaltungspflichten gebunden sind.³ Auch Urheberrechte oder Erfindungen können dazu gehören. Demgegenüber ist es gerade nicht die Absicht des *Acquirer*, Betriebsmittel zu übernehmen, um den Be-

² Die Abwerbung von Arbeitnehmern ist grundsätzlich nicht unlauter, sondern nur bei Vorliegen besonderer Umstände. Solche besonderen Umstände können etwa vorliegen, wenn die Personalabwerbung i.V.m. einer Verleitung des abgeworbenen Arbeitnehmers zum Vertragsbruch erfolgt. Die Verleitung eines Arbeitnehmers zum Vertragsbruch, insbesondere um selbst mit diesem einen Arbeitsvertrag abzuschliessen, fällt somit *per se* unter die Generalklausel, vgl. BSK UWG-Frick, Art. 4 lit. a-c, N 33 f.; Urteil des Obergerichts des Kantons Zug vom 16. April 1996 E. 2d. Eine Abwerbung, die in grösserem Umfang (z.B. die Abwerbung ganzer Arbeitsteams) oder systematisch (z.B. wiederholte Abwerbung von Schlüsselfiguren) praktiziert wird, kann eine gezielte Schädigung von Konkurrenten nahelegen und daher unlauter sein, SHK UWG-Jung, Art. 2, N 88.

³ So erfasst Art. 332 des Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220) auch technisches Know-how sowie mangels Neuheit nicht-patentierbare Erfindungen, vgl. BK Arbeitsvertrag-Rehbinder/Stöckli, Art. 332, N 2; Urteil des Kantonsgerichts des Kantons St. Gallen vom 20. November 1987 E. 2.

trieb der Verkäufergesellschaft bei sich weiterzuführen. Solche Vermögenswerte werden entweder anlässlich der Liquidation der Verkäufergesellschaft verteilt oder an Dritte oder Aktionäre der Verkäufergesellschaft veräussert.

Die Zielsetzungen des *Acquire* lassen sich auch über einen *Share Deal* verwirklichen. Dabei erwirbt die Käufergesellschaft die Aktien und damit die ganze Gesellschaft. Es ist dann Sache des Käufers, diejenigen Teile der Gesellschaft, welche er nicht benötigt, zu liquidieren.

In der Schweiz sind einige *Acquire*-Transaktionen bekannt. Die Transaktionsform ist einigermaßen etabliert. Beispiele sind etwa der Erwerb der Belegschaft von Elevance durch Digital Asset (2016)⁴, der Erwerb der Belegschaft von ChainSecurity durch PwC (2020)⁵ oder der Erwerb der Belegschaft von BRD durch Coinbase (2021)⁶. Dabei werden für qualifizierte Mitarbeiter relativ hohe Preise bezahlt. Im IT-Bereich können diese zwischen CHF 300'000 und 2'000'000 pro Mitarbeiter betragen.⁷ Daran ermisst sich, dass eine funktionierende Belegschaft von Fachmitarbeitern, die gemeinsam erworben werden kann, einen erheblichen wirtschaftlichen Vorteil und damit Wert darstellt.

3. Rechtliche Themen

Der *Acquire* bietet eine Vielzahl interessanter rechtlicher Fragestellungen. Zunächst fragt sich, ob Art. 333 OR auf den *Acquire* anwendbar ist. Gemäss dieser Bestimmung gehen beim Verkauf von Betrieben oder Betriebsteilen auch die Mitarbeiter automatisch an den Erwerber. Es soll zum Schutz der Arbeitnehmer verunmöglicht werden, dass nur die Betriebsmittel übertragen

⁴ Im Rahmen dieser Transaktion erwarb Digital Asset Holdings, LLC den in Zürich ansässigen Blockchain-Spezialisten Elevance Digital Finance AG, der von BearingPoint Ventures zur Entwicklung ihrer Blockchain-Lösungen von Beginn an in Form eines Seed-Fundings finanziert wurde, abrufbar unter <<https://www.bearingpoint.com/de-de/ueber-uns/pressemitteilungen-und-medienberichte/pressemitteilungen/bearingpoint-spin-off-elevance-und-digital-asset-holdings-schliessen-sich-zusammen/>>.

⁵ Das Team der ChainSecurity AG, ein Spin-off der ETH Zürich und ehemaliger Marktführer für Smart Contract- und Blockchain-Audits, stiess im Zuge dieser Transaktion zu PwC Schweiz, abrufbar unter <https://www.pwc.ch/de/press-room/press-releases/PwC_MM_ChainSecurity_d.pdf>.

⁶ Coinbase hat im Rahmen dieser Transaktion einen Grossteil des Personals des Krypto-Wallet-Anbieters BRD übernommen, um fortan am Wallet-Service von Coinbase zu arbeiten, abrufbar unter <<https://www.coindesk.com/business/2021/11/24/coinbase-acquires-crypto-wallet-firm-brd-for-undisclosed-amount/>>.

⁷ Abrufbar unter <<https://www.mondaq.com/unitedstates/corporate-and-company-law/1026944/the-state-of-the-acqui-hire-in-2021-the-good-the-bad-the-why-and-what39s-next>>.

werden. Der *Acquihire* ist aber im Grunde das Gegenteil hiervon: Die Betriebsmittel sollen zurückgelassen, die Mitarbeiter übernommen werden. Somit dürfte Art. 333 OR nicht zur Anwendung gelangen, es sei denn man würde die Mitarbeiterschaft selber als Betrieb oder Betriebsteil bezeichnen.⁸ Bei einem Dienstleistungsbetrieb ist dies allenfalls denkbar.⁹ Da beim *Acquihire* die bisherigen Dienstleistungen häufig nicht weiter erbracht werden sollen, ist eine Anwendbarkeit von Art. 333 OR aber auch dort eher abzulehnen. Die Konsequenzen der Anwendbarkeit bestünden zunächst in der Konsultationspflicht. Da man aber ohnehin Angebote an die Mitarbeiter machen möchte, ist eine Konsultation derselben transaktionsimmanent. Die Anwendung von Art. 333 OR könnte ferner bedeuten, dass man Mitarbeiter mit Qualifikationen, die man nicht erwerben möchte, ebenfalls miterwirbt.

Weiter stellt sich die Frage, ob der *Acquihire* als Massentlassung qualifiziert. Auf den ersten Blick scheint dies nicht der Fall zu sein, weil es den Mitarbeitern freigestellt ist, das Angebot des Anbieters anzunehmen oder nicht. Dieser will sie ja gerade weiterbeschäftigen. Beabsichtigt die Verkäufergesellschaft jedoch, die Mitarbeiter, welche das Angebot nicht annehmen oder schon gar nicht vom *Acquihire* betroffen sind, zu entlassen, so kann je nach Anzahl Mitarbeiter eine Massentlassung vorliegen, weil für die Anwendung der betreffenden Normen die Absicht genügt.¹⁰

⁸ Ob allein eine organisierte Gesamtheit von Arbeitnehmern als Betrieb oder Betriebsteil i.S.v. Art. 333 OR qualifiziert, dürfte fallweise zu entscheiden sein. Eine bundesgerichtliche Rechtsprechung liegt hierzu nicht vor. Gemäss Rechtsprechung des EuGH kann eine Gesamtheit von Arbeitnehmern durchaus eine wirtschaftliche Einheit darstellen, ohne dass weitere Betriebsmittel vorhanden sind, EuGH, Urteil vom 13. September 2007 in der Rechtssache C-458/05, ECLI:EU:C:2007:512 - Mohamed Jouini und andere gegen Princess Personal Service GmbH (PPS), Rz. 32.

⁹ In Dienstleistungsbetrieben (z.B. Rechtsberatung, Schulbetrieb, Bewachung) steht die Arbeitskraft und das damit verbundene Know-how im Vordergrund. Ein Betriebsübergang kann in solchen Fällen vorliegen, wenn der Erwerber einen substantziellen Teil der Know-how-Träger übernimmt, die es ihm ermöglichen, die übernommenen Tätigkeiten fortzuführen, Bortolani, 53. Nach Ansicht des Bundesgerichts reichte die Übernahme der wesentlichen Tätigkeiten eines Ambulanzdienstes, von zwei wichtigen Verträgen mit einem Spital sowie von 20 der 26 Mitarbeiter bei Weitem aus, um von einem Betriebsübergang i.S.v. Art. 333 Abs. 1 OR auszugehen, BGE 136 III 552 E. 2.2.

¹⁰ Die Absicht zur Massentlassung nach Art. 333f Abs. 1 OR und die damit einhergehende Konsultationspflicht ist noch nicht gegeben, wenn die Arbeitgeberin „entfernt mit der Möglichkeit [einer Massentlassung] rechnet“ oder bloss „vage Absichten“ dazu bestehen, sondern wenn die Massentlassung „konkret beabsichtigt“ ist oder für den Fall vorbehalten wird, dass sich anderweitige Pläne nicht verwirklichen lassen, Licci, 120; BGE 123 III 176 E. 4a. Ist die Massentlassung bereits beschlossen, ist die Konsultation in jedem Fall verspätet, SHK Arbeitsvertrag-Facincani/Sutter, Art. 335 f., N 8.

Gesellschaftsrechtlich bedeutet der *Acquihire* mindestens eine Zweckänderung, in den meisten Fällen aber die Liquidation der Verkäufergesellschaft. In beiden Situationen muss die Generalversammlung zustimmen, und zwar mit der qualifizierten Mehrheit nach Art. 704 OR.¹¹

Werden die restlichen Vermögenswerte, d.h. die eigentlichen Betriebsmittel (ohne Mitarbeiter) an einen Dritten veräussert, so ist drauf zu achten, dass die Mitarbeiter, die eigentlich vom *Acquihirer* übernommen werden sollten, nicht vorher schon *ex lege* an den Dritterwerber mitgehen aufgrund von Art. 333 OR. Eine solche Fehlallokation lässt sich durch entsprechende Sequenzierung der Transaktionen einfach verhindern.

Wird statt eines *Acquihire* im engeren Sinne ein *Share Deal* durchgeführt, so ist der erste Transaktionsschritt einfacher umzusetzen. Erneut kann sich dabei die Frage der Massenentlassung stellen, obschon auch hier das Ziel ist, die Mitarbeiter weiterzubeschäftigen. Möchte der Erwerber arbeitsvertragliche Funktionen der Mitarbeiter der erworbenen Gesellschaft ändern, so sind dies Vertragsänderungen, deren Durchsetzung allenfalls Änderungskündigungen erfordert. Besteht nun die Absicht, solche Änderungen in grösserer Anzahl durchzuführen, so kann je nach Anzahl betroffener Mitarbeiter eine beabsichtigte Massenentlassung vorliegen, welche die Befolgung der entsprechenden Vorschriften verlangt.¹²

4. Steuerfolgen

Die Steuerfolgen von *Acquihire-Transaktionen* können im Einzelfall sehr unterschiedlich ausfallen. Im Allgemeinen lässt sich sagen, dass die Reinform des *Acquihire*, allenfalls verbunden mit einem *Asset Deal*, keinen steuerfreien Kapitalgewinn der Aktionäre der Verkäufergesellschaft ermöglicht. Der Kaufpreis wird an die Verkäufergesellschaft bezahlt und muss per (Liquidations-)Dividende an die Aktionäre zurückgeführt werden mit entsprechenden Steuerfolgen. Zu prüfen ist ferner, ob auf dem Kaufpreis Mehrwertsteuern geschuldet sind. Dies hängt wiederum stark von der konkreten Ausgestaltung ab. Bspw. wird auf gewissen Transfers von Fussballspielern die Mehrwertsteuer erh-

¹¹ Vgl. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 1 und 8 OR bzw. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 1 und 16 nOR.

¹² Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass auch Änderungskündigungen von den Bestimmungen der Massenentlassung erfasst werden, vgl. SHK Arbeitsvertrag-Facincani/Sutter, Art. 335d, N 26.

ben.¹³ Beim *Share Deal* geht der Kaufpreis an die Aktionäre der Verkäufergesellschaft, womit ein steuerfreier Kapitalgewinn möglich ist und auch keine Mehrwertsteuerthematik entsteht.¹⁴

5. Einschätzung und Ausblick

Wir gehen davon aus, dass die Bedeutung des *Acquihire* in der Schweiz angesichts zunehmender Vertrautheit mit dem Konzept zunehmen wird. Die Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfelds aufgrund Ukrainekrieg, Inflation, Zinserhöhungen und Energiekrise könnte zudem als zusätzlicher Treiber dienen.

III. Auktion mit SPAC-Einbezug (De-SPAC)

I. SPACs als Kaufinteressenten

Die Jahre 2019 bis 2021 waren die Blütezeit der SPAC-Börsengänge.¹⁵ In diesem Zeitraum wurden 919 SPACs in den USA und 53 in Europa an die Börse gebracht.¹⁶ Dieser SPAC-Boom scheint vorerst vorbei zu sein. Die SPAC-Börsengänge sind allerdings nur der Auftakt zum eigentlichen Zweck der SPACs, der darin besteht, binnen einer Frist von zwei bis drei Jahren eine Firma zu erwerben oder sich mit einer solchen zusammenzuschliessen. Diese Zweckerfüllung wird als De-SPAC bezeichnet, denn ab diesem Zeitpunkt ist die SPAC keine *Special Purpose Acquisition Company* mehr, sondern betreibt das Geschäft der operativen Gesellschaft. Die ursprüngliche Idee hinter dem Konzept war, dass bekannte und erfolgreiche Investoren oder Manager Investitionen in

¹³ Das Bundesverwaltungsgericht erachtete eine Transferzahlung als Gegenleistung für die Überlassung der Rechte an einem Spieler und bejahte ein Leistungsverhältnis, Urteil des Bundesverwaltungsgerichts A-6759/2011 vom 20. Dezember 2012 E. 3. Gemäss Bundesverwaltungsgericht könne eine Transferzahlung allenfalls terminologisch als unechter Schadenersatz begriffen werden. Analog könnte unseres Erachtens in den Zahlungen im Rahmen des *Acquihire* u.U. eine Schadenersatzleistung dafür erblickt werden, dass die Verkäufergesellschaft auf Abwehrmassnahmen verzichtet.

¹⁴ Ein *Share Deal* ist gemäss Art. 21 Abs. 2 Ziff. 19 lit. e des Bundesgesetz über die Mehrwertsteuer vom 12. Juni 2009 (Mehrwertsteuergesetz, MWSTG, SR 641.20) von der Mehrwertsteuer ausgenommen.

¹⁵ SPAC steht für *Special Purpose Acquisition Company*.

¹⁶ Vgl. Ernst & Young, 2021 EY Global IPO Trends, Dezember 2021, 26 f., abrufbar unter <https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ipo/ey-2021-global-ipo-trends-report-v2.pdf>; Refinitiv Eikon.

eine SPAC-Hülle anlocken und diese Gelder für den Erwerb einer gewinnversprechenden Gesellschaft verwenden würden. Heute läuft dies anders ab, wie aus den folgenden Ausführungen erhellen wird.

Da die Frist zum De-SPAC für viele der in den letzten Jahren an die Börse gegangenen SPACs allmählich zu Ende geht, stehen diese unter grossem Druck, eine Transaktion durchzuführen. Schon seit Anbeginn haben SPACs Interesse daran gehabt, sich an Unternehmensauktionen bieterseitig beteiligen zu können. Entsprechend gab es in den letzten Jahren Auktionen, bei welchen sich SPACs als Bieter engagiert haben.

Aus Sicht der Verkäufer einer Gesellschaft ist die Teilnahme von SPACs im Auktionsprozess ein Sonderfall. Denn typischerweise wird bzw. wurde der De-SPAC als Börsengang mit weniger Marktrisiko erachtet, weshalb ein De-SPAC i.d.R. als *Dual Track* mit einem regulären IPO als „Fallback-Alternative“ durchgeführt wurde.

Nachfolgend wird beleuchtet, wie SPACs in einen Auktionsprozess integriert werden können und welche Probleme sich dabei ergeben. Es sei vorweggenommen, dass sich das Modell nicht bewährt hat. Entsprechend gibt es unseres Wissens keine öffentlich bekannten Fälle von De-SPACs, die aus einer M&A-Auktion heraus erfolgreich durchgeführt wurden. Uns sind nur erfolglose Einbezüge von SPACs in Auktionen bekannt. Auch die SPACs mit IPO Fallback führten häufig zu einem IPO und nicht zu einem De-SPAC.¹⁷

2. Koordination von De-SPAC-Track und M&A-Track (Auktion)

Der typische M&A-Auktionsprozess lässt sich grundsätzlich wie in der folgenden Graphik dargestellt mit dem De-SPAC-Prozess koordinieren. Zielsetzung ist die zeitliche Übereinstimmung der wichtigen Entscheidungspunkte des Auktionsprozesses mit den entsprechenden Entscheidungspunkten des De-SPAC-Prozesses, sodass die verschiedenen Offerten des regulären M&A-Tracks mit denjenigen des De-SPAC-Tracks verglichen werden können.

¹⁷ Vgl. den geplanten De-SPAC von Horizon Acquisition Corp. II mit Sportradar, einem St. Galler Anbieter von Sportdaten, im Jahr 2021, der zugunsten eines IPO verworfen wurde. Jüngere Beispiele ohne Schweiz-Bezug, bei denen schliesslich ebenfalls ein IPO ins Auge gefasst wurde, sind die im Jahr 2022 verworfenen De-SPACs von Better World Acquisition Corp. mit dem Entsorgungsdienstleister Averda sowie von Pioneer Merger Corp. mit der Investment Plattform Acorns.

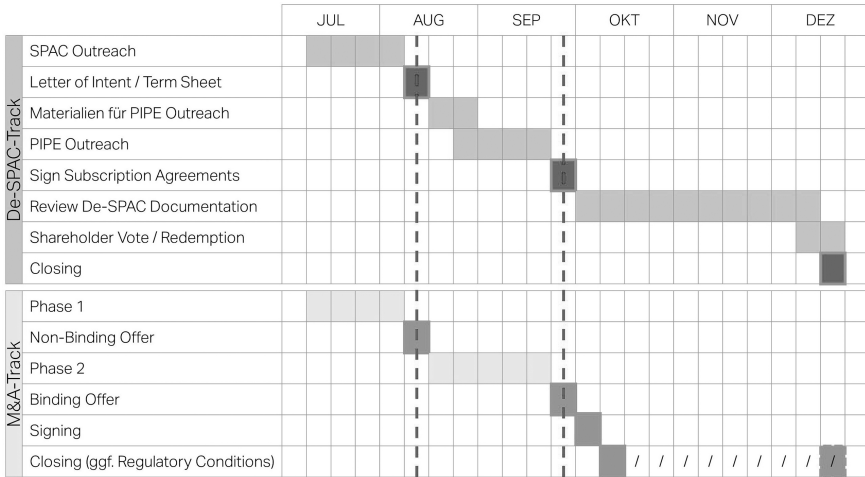


Abbildung 1: De-SPAC-Track und M&A-Track (Auktion) – Ein Zeitstrahl-Beispiel

Der M&A-Auktionsprozess beginnt gewöhnlich mit Phase 1, in welcher Bieter gestützt auf ein *Information Memorandum* und limitierte weitere Informationen ein erstes *Non-Binding Offer* abgeben können. Nach Abgabe der *Non-Binding Offers* entscheiden sich die Verkäufer, welche der Bieter sie in Phase 2 mitnehmen möchten. In Phase 2 wird typischerweise Zugang zu einem umfassenden Datenraum gewährt und die *Due Diligence* mit weiteren Elementen, etwa Spezialistenbefragungen und Q&As ergänzt. Ausserdem gibt die Verkäuferseite einen Vertragsentwurf ab, den die Bieter so anpassen sollen, dass sie bereit wären, diesen, für den Fall, dass ihr Angebot obsiegt, zu unterzeichnen (*Mark-Up*). Die *Binding Offers* setzen sich somit aus finalen Preisangaben, *Mark-Up* sowie weiteren Dokumenten, etwa *Commitment Letters* über die Finanzierung oder Dokumentationen über eine *Warranty and Indemnity Insurance* zusammen. Gestützt auf diese *Binding Offers* werden dann oft in einem sehr kurzen Zeitraum von wenigen Tagen mit einer oder zwei Parteien die Schlussverhandlungen geführt, die in die Vertragsunterzeichnung münden. Anschliessend kann manchmal sofort vollzogen werden. In vielen Fällen müssen jedoch zuerst gewisse *Closing Conditions* erfüllt werden. Dazu gehören namentlich Meldungen an Kartellbehörden und der Fristablauf oder die Genehmigung der Transaktion durch diese Behörden. Heutzutage sind aus regulatorischer Sicht zudem immer mehr *Foreign Direct Investment*-Regularien zu beachten bzw. entsprechende Bewilligungen einzuholen.

Es gibt somit zwei wesentliche Entscheidungspunkte: das Ende der Phase 1 mit den *Non-Binding Offers* sowie das Ende der Phase 2 mit den *Binding Offers*.¹⁸

Auch im De-SPAC-Track macht sich die SPAC gestützt auf das *Information Memorandum* und weitere Informationen zunächst mit der Gesellschaft vertraut und stellt erste Bewertungs- und Strukturüberlegungen an. Gestützt darauf erstellt sie einen *Letter of Intent (LOI)* zusammen mit einem *Term Sheet*. Nun wird seitens Verkäuferschaft die Frist hierfür so angesetzt, dass der LOI, welcher auch die Bewertungsvorstellung enthält, zeitgleich mit den *Non-Binding Offers* aus dem regulären M&A-Track eintrifft. Somit können die Angebote der Käufer sowie die Bewertung durch die SPAC einander gegenübergestellt werden.

Während Phase 2 führt die SPAC ebenfalls eine *Due Diligence* durch. Insbesondere präpariert sie aber die Angebotsmaterialien für den sogenannten *PIPE Outreach*.¹⁹ D.h., die SPAC sucht, manchmal mithilfe einer Investmentbank, Investoren, die eine Investition in die kombinierte Gesellschaft in Betracht ziehen. Diese unterzeichnen dann u.a. die *Subscription Agreements*, welche den Preis enthalten, zu dem die Investoren bereit sind, zu investieren. Als i.d.R. recht präziser Marktpreis, widerspiegelt dieser Preis daher den Wert, welcher der Zielgesellschaft zugemessen wird. Der daraus abgeleitete Unternehmenswert kann von dem im LOI aufgeführten Unternehmenswert stark abweichen. Nun wird darauf geachtet, dass die *Subscriptions* zu dem Zeitpunkt vorliegen, in dem im M&A-Track die *Binding Offers* eingehen. Sodann können diese miteinander verglichen werden.

Der weitere De-SPAC-Prozess unterscheidet sich sehr stark vom M&A-Prozess. Fusionskontrollen und andere regulatorische Bedingungen spielen meist keine grosse Rolle. Dafür muss i.d.R. ein prospektähnliches Dokument erstellt werden. In den USA ist das die Form S-4 oder F-4, welche der SEC zur Prüfung eingereicht werden muss. In der Schweiz ist dies das Informationsdokument gemäss Art. 5 RLSPAC.²⁰

Weiter müssen die SPAC-Aktionäre die De-SPAC-Transaktion „mit einer Mehrheit aller an einer speziellen Versammlung oder Abstimmung (Investorenversammlung) vertretenen Stimmen“ genehmigen.²¹ Zusammen mit der

¹⁸ Vgl. zum Auktionsprozess etwa Tschäni/Diem/Wolf, 45 ff.

¹⁹ Vgl. zum Begriff der PIPEs unten, [V.1](#).

²⁰ Vgl. sogleich nachfolgend.

²¹ Vgl. Art. 89I KR. Zur Investorenversammlung muss der Verwaltungsrat der SPAC gemäss den allgemeinen aktienrechtlichen Bestimmungen über die Einberufung von Generalversammlungen einladen, Art. 699 ff. OR.

Einladung zur Investorenversammlung muss der Verwaltungsrat im Informationsdokument angemessene Informationen über die beabsichtigte De-SPAC-Transaktion veröffentlichen.²² Dem Informationsdokument ist eine *Fairness Opinion* beizulegen, in welcher eine unabhängige Stelle, namentlich eine anerkannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, die Angemessenheit der Bedingungen der De-SPAC-Transaktion überprüft.²³ Ausserdem haben die Aktionäre der SPAC ein Recht, ihre Aktien gegen Rückzahlung des ursprünglich einbezahlten Betrags zurückzugeben.²⁴ Dieses *Redemption Right* kann auf diejenigen Aktionäre beschränkt werden, die den De-SPAC ablehnen, jedoch von den anderen Aktionären überstimmt werden. Das *Redemption Right* führt oft dazu, dass das mit dem SPAC-Börsengang eingezogene Kapital zu einem grossen Teil wieder an die Investoren zurückfliesst.²⁵

²² Vgl. Art. 89m KR und Art. 5 Abs. 1 RLSPAC. Die Angaben, die im Informationsdokument enthalten sein müssen, sind in Art. 5 Abs. 4 RLSPAC aufgeführt.

²³ Vgl. Art. 5 Abs. 2 RLSPAC.

²⁴ Vgl. Art. 89h Abs. 3 KR. Die Umsetzung der Vorgaben der SIX, namentlich mit Bezug auf das zwingende Rückgaberecht der Investoren, im Einklang mit zwingenden aktienrechtlichen Bestimmungen kann durchaus anspruchsvoll sein. Ein Rückgaberecht der Investoren widerspricht dem Verbot der Einlagenrückgewähr gemäss Art. 680 Abs. 2 OR. Das Rückgaberecht könnte über den Rückkauf eigener Aktien durch die SPAC (zumindest insoweit, als die Voraussetzungen von Art. 659 OR erfüllt sind), eine Kapitalherabsetzung oder ein Kapitalband umgesetzt werden. Denkbar wäre auch, das Rückgaberecht als Verkaufsrecht gegenüber Dritten bzw. als Kaufpflicht Dritter nach vertraglichen Grundsätzen vorzusehen, z.B. im *Investment Agreement* zwischen der SPAC und den PIPE-Investoren, vgl. Germann, Rz. 1853; Sanwald, 203 ff. Es bietet sich ein Blick auf die Statuten der VT5 Acquisition Company AG, der ersten in der Schweiz kotierten SPAC, an. Nach Art. 2 Abs. 2 Ziff. 2 der Statuten wird die Gesellschaft ohne Weiteres aufgelöst, sollte sie den Aktionären nicht vor der Investorenversammlung mit einer Ausübungsfrist, die frühestens 30 Tage vor der Investorenversammlung endet, das Recht eingeräumt haben, ihre Aktien an die Gesellschaft zurückzukaufen. Ebenfalls aufgelöst wird die Gesellschaft nach Art. 2 Abs. 2 Ziff. 3 der Statuten, sollte eine gleichzeitig zur Investorenversammlung abgehaltene Generalversammlung keine Kapitalherabsetzung zum Zweck der Abwicklung des Rückverkaufsrechts der Aktionäre beschliessen.

²⁵ Vergangene De-SPAC-Transaktionen zeigen, dass der Anteil der zurückgegebenen Aktien von Fall zu Fall erheblich variieren kann. Von Januar bis Oktober des Jahres 2022 betrug dieser Anteil durchschnittlich über 80%, im Oktober 2022 gar 92%, abrufbar unter <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-10-21/paul-ryan-s-spac-becomes-latest-hit-by-massive-investor-exodus#xj4y7vzkg>.

3. Rechtliche und praktische Themen

a) *Fehlende Belastbarkeit des De-SPAC-Angebots*

Auch wenn sich der M&A-Track und der De-SPAC-Track zumindest zeitlich koordinieren lassen, ergeben sich aufgrund der unterschiedlichen Transaktionsstrukturen diverse praktische Probleme. Das grösste Problem besteht in der fehlenden Belastbarkeit des De-SPAC-Angebots sowohl bzgl. Bewertungshöhe als auch Transaktionssicherheit.

Da die SPAC-Aktionäre gegen Ende des Prozesses ihre Aktien zurückgeben können, kann man auf deren Geld nicht zählen. Aus diesem Grund, und um den Preis für den Erwerb des Zielunternehmens zu validieren, wird der PIPE-Prozess zwischengeschaltet.²⁶ Die Bewertung, welche die SPAC im LOI zum Ausdruck gebracht hat, ist daher nur ein Vorschlag. „Gemacht“ wird der Preis im Austausch mit den PIPE-Investoren. Im M&A-Prozess sind die Angebote im Zeitpunkt der *Non-Binding Offers* zwar ebenfalls nicht bindend. Doch werden sie immerhin von denjenigen abgegeben, welche dann auch den endgültigen Angebotspreis bestimmen. Diese können es sich schon aus Reputationsgründen und aus Treu und Glauben (*culpa in contrahendo*) nicht erlauben, im *Non-Binding Offer* einen Fantasiepreis zu nennen. In der Praxis klaffen die Bewertungen der SPACs und diejenigen der M&A-Käufer daher im Anschluss an Phase 1 oft markant auseinander. SPAC-Bewertungen sind i.d.R. wesentlich höher. Damit stellt sich die Frage nach der Seriosität dieser Angaben und ob die Verkäufer tatsächlich auf eine solche höhere Bewertung setzen können.

Die Transaktionssicherheit wird gleich mehrfach in Frage gestellt. Zunächst während des Prozesses: Anders als bspw. Private Equity Fonds ist eine SPAC auf nur eine Transaktion ausgelegt, die das eigentliche Lebensziel der SPAC darstellt.²⁷ Die Frist, um eine De-SPAC-Transaktion zu vollziehen, ist in den USA und in der Schweiz ausserdem i.d.R. auf bis zu drei Jahre nach dem ersten

²⁶ Zudem können mittels PIPE-Transaktion institutionelle Investoren in die SPAC geholt werden, die auf ein langjähriges Engagement ausgerichtet sind. 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, vgl. Malacrida/Reuter, 2.

²⁷ Der direkte oder indirekte Erwerb eines Akquisitionsobjekts (oder bei zeitgleichem Erwerb mehrerer Akquisitionsobjekte) oder der Zusammenschluss mit einem oder mehreren unternehmerisch tätigen Akquisitionsobjekten ist gar der ausschliessliche Zweck der SPAC, Art. 89h Abs. 1 KR.

Handelstag der SPAC befristet.²⁸ Deshalb hat eine SPAC nur beschränktes Interesse daran, mit Verkäufern Exklusivität zu vereinbaren. Vielmehr möchte sie stets in der Lage sein, verschiedene Transaktionen gleichzeitig zu verfolgen, um dann diejenige zum Abschluss zu bringen, deren Umsetzung realistisch erscheint und die attraktivsten Konditionen bietet. Da der De-SPAC am Ende der Transaktion ohnehin der Zustimmung durch die Aktionäre der SPAC bedarf, ist der Vollzug bis zu diesem Zeitpunkt noch gefährdet. Solche Rückzugsmöglichkeiten werden den Käufern im Bieterprozess nicht gewährt. Sie sind mit Unterzeichnung an den Vertrag gebunden (oder gar schon mit dem *Binding Offer*), es sei denn, eine der vereinbarten Vollzugsbedingungen kann nicht erfüllt werden.

b) *Krux für Zielgesellschaft und deren Aktionäre*

Der oben beschriebenen Ursprungsidee der SPAC folgend, sollten die Zielgesellschaft und die daran beteiligten Personen von der Reputation, Erfahrung und Branchenkenntnis der Gründer und Sponsoren der SPAC profitieren. Man versprach sich mit der SPAC das Beste aus der M&A- und der Kapitalmarktwelt: Im Vergleich zum IPO sollte der Preis für die Zielgesellschaft verlässlich und keinen Marktschwankungen ausgesetzt sein und den Aktionären der Zielgesellschaft die Realisierung ihrer Investments ermöglicht werden. Und dennoch sollte die Transaktion mit öffentlich aufgenommenen Geldern finanziert werden können. In der Praxis wurden die SPACs u.a. aufgrund regulatorischer Eingriffe zum Gegenteil verkehrt. So ist die Transaktion gleich mehrfach Markt- und Drittrisiken ausgesetzt: beim PIPE, bei den *Redemptions* und bei der Ablehnungsmöglichkeit durch die SPAC-Aktionäre.

Ausserdem wird das aufgenommene Kapital in den meisten Fällen gerade nicht für den Erwerb der Anteile des Zielunternehmens gegen Barzahlung verwendet. In der Praxis wird der De-SPAC überwiegend als Fusion oder Quasifusion (Aktientausch) durchgeführt.²⁹ Im Jahr 2021 wurde eine Cash-Komponente in nur rund einem Drittel der De-SPAC-Transaktionen geleistet und betrug selbst dann i.d.R. weniger als 25% des Gesamtentgelts. Und in nur einmal 0.5% der De-SPAC-Transaktionen wurde ausschliesslich in Cash geleistet.³⁰

²⁸ Vgl. Art. 89h Abs. 1 KR. Ebenfalls eine Frist von drei Jahren besteht für SPACs, die an der NYSE (gemäss Listed Company Manual Section 102.06) oder Nasdaq (gemäss Nasdaq Listing Rule IM-5101-2) kotiert sind.

²⁹ Vgl. Courvoisier, 353.

³⁰ Vgl. Freshfields, 2021 De-SPAC Debrief, Januar 2022, 17, abrufbar unter <<https://www.freshfields.com/48fe4e/globalassets/noindex/documents/de-spac-debrief-2021.pdf>>.

Der De-SPAC eignet sich daher nicht als Ausstiegsmöglichkeit für bestehende Aktionäre der Zielgesellschaft. Er ist eher mit einem IPO vergleichbar, wobei der Prozess weniger in der Hand der Zielgesellschaft liegt. Aufgrund der Kapitalmarktkomponenten unterliegt die De-SPAC-Transaktion im Vergleich zum regulären Verkauf per Auktion denn auch stark erhöhten Dokumentationsanforderungen.³¹

Für die Aktionäre der Zielgesellschaft ist ein Scheitern des De-SPAC zudem mit hohen Risiken verbunden, da die potenziellen Käufer aus dem Bieter-Prozess diesfalls wohl bereits weitergezogen sind und sich häufig nicht mehr bzw. nicht zu den gleichen Bedingungen reaktivieren lassen.

4. Einschätzung und Ausblick

SPACs wurden verschiedentlich in M&A-Auktionsprozesse miteinbezogen und werden wohl auch in Zukunft hin und wieder einbezogen werden. Indessen lassen sich klassische Auktionsprozesse nur in der Theorie gut mit dem De-SPAC-Prozess vereinbaren. Vielmehr können die Unsicherheiten rund um den De-SPAC-Prozess zu irreführenden Signalen an die Verkäufer führen und den Ablauf des Auktionsprozesses gefährden. Wir glauben daher, dass sich – zumindest solange De-SPACs mit den genannten Unsicherheiten behaftet bleiben – der Einbezug von SPACs in Auktionsprozesse lediglich im Ausnahmefall anbietet und in der Praxis bisher als mehrheitlich gescheitert zu betrachten ist.

IV. Kaufpreiszahlung in Kryptowährungen

1. Der Einsatz von Kryptowährungen als Zahlungsmittel im Allgemeinen

Mit Elon Musks Tweet „*You can now buy a Tesla with Bitcoin*“ vom 24. März 2021 kam die Zahlung mit Kryptowährungen definitiv in der Welt „regulärer“ Transaktionen an, auch wenn die meisten ihre Kryptoguthaben derzeit eher noch zu Spekulations- bzw. Anlagezwecken halten.³² Die grossen Werte, welche in Kryptowährungen ausstehen (auch noch nach den Kurseinbrüchen des Jahres 2022), werden früher oder später dennoch in den Zahlungsfluss für

³¹ Vgl. dazu oben, III.2. So ist bspw. das Informationsdokument im Hinblick auf die Abstimmung über den De-SPAC in Einklang mit den Vorschriften zur Ad hoc-Publizität zu veröffentlichen, Art. 5 Abs. 1 und 5 RLSPAC.

³² Vgl. Financial Conduct Authority, Cryptoasset consumer research 2021, abrufbar unter <<https://www.fca.org.uk/publications/research/research-note-cryptoasset-consumer-research-2021>>.

Käufe einfließen. Dies war in den letzten Jahren vereinzelt im M&A-Bereich zu beobachten, wenngleich uns solche M&A-Transaktionen nur in jenen Branchen bekannt sind, in denen Firmen tätig sind, die selber aus dem Kryptosektor stammen. Diese Firmen haben entsprechend wenig „Berührungspunkte“ und verfügen über finanzielle Ressourcen, die zu einem beachtlichen Teil aus Kryptowährungen bestehen.³³

Die Zahlung in Kryptowährung kann verschiedene Vorteile aufweisen, z.B. geringe Transaktionskosten, eine rasche Abwicklung und keine Kosten für den Tausch von Fremdwährungen. Ausserdem können Zahlungen in Kryptowährungen technisch *Peer-to-Peer*, d.h. ohne Zwischenschaltung eines Finanzintermediärs, getätigt werden.

M&A-Transaktionen mit Kaufpreiszahlungen in Kryptowährung werden i.d.R. nicht bekannt, weshalb es nur wenige Beispiele gibt, die genannt werden können. So ist etwa auf folgende Transaktionen hinzuweisen:

- Kauf von SatoshiDice, einem Wettspielanbieter, für 126'315 Bitcoins (entsprach bei *Closing* USD 11.47 Mio.) durch einen anonymen Käufer im Jahr 2013;
- Kauf von ZeroBlock, einer Krypto-Handelsplattform, für eine nicht genannte Anzahl Bitcoins durch Blockchain.com, Inc. im Jahr 2013;³⁴
- Kauf von MultiBit, einem Bitcoin-Wallet-Anbieter, für eine nicht genannte Anzahl Bitcoins durch KeepKey, LLC im Jahr 2016;³⁵ und
- unveröffentlichte M&A-Transaktion mit Arcane Crypto AS, einem Krypto-Plattform-Anbieter, für eine nicht genannte Anzahl Bitcoins.³⁶

2. Ausgestaltung

a) *Reinform*

In der *Reinform* bezahlt der Käufer dem Verkäufer den Kaufpreis in Kryptowährung direkt über das Krypto-Netzwerk und ohne Zwischenschaltung eines Intermediärs, also *Peer-to-Peer*.

³³ Vgl. Diouf, 203.

³⁴ Metais, ZeroBlock, Juli 2021, abrufbar unter <<https://www.coindesk.com/company/zero-block/>>.

³⁵ Zhao, Bitcoin Startup KeepKey Ends Support For Multibit Wallet Software, Juli 2017, abrufbar unter <<https://www.coindesk.com/markets/2017/07/27/bitcoin-startup-keepkey-ends-support-for-multibit-wallet-software/>>.

³⁶ Abrufbar unter <<https://www.wr.no/en/about-us/ratings/arcane-crypto-as/>>.

Dies führt zu einem schnellen, kostengünstigen und durch die Parteien selbst verifizierbaren *Closing* der M&A-Transaktion. Die Dauer des *Settlements* variiert je nach Krypto-Netzwerk und Belastung desselben. Auf dem Bitcoin-Netzwerk dauert die Bestätigung einer Transaktion durchschnittlich 10 Minuten, für den Transfer einer grossen Anzahl Bitcoins ist eine Dauer von einer Stunde denkbar.³⁷ Unmittelbare Transaktionsgebühren fallen praktisch keine an.³⁸

Die Übertragung der Anteile der verkauften Gesellschaft oder der Vermögensgegenstände beim *Asset Deal* kann so einfach auch Zug um Zug erfolgen.

b) Zwischenformen

Durch Einschalten eines *Custodian-Wallet-Anbieters* als Intermediär nähert sich die Zahlung mit Kryptowährung der Zahlung durch Banküberweisung an. Der Käufer weist diesfalls den *Custodian-Wallet-Anbieter* an, die Überweisung vorzunehmen. Dieser führt die Überweisung im Namen und Auftrag des Käufers aus.

Eine weitere Zwischenform besteht darin, dass die Zahlung nicht unbedingt in Kryptowährung erbracht werden muss, sondern lediglich erfüllungshalber. In diesem Fall wird ein Geldbetrag vereinbart, der aber in Kryptowährung bezahlt werden kann. Nur wenn und soweit die Zahlung in Kryptowährung nicht ausreicht, kann auf den Geldbetrag geklagt werden.³⁹

3. Rechtliche Themen

a) Qualifikation als Kauf oder Tausch

aa) „Zahlung“ in Kryptowährung als Kauf?

Gemäss Legaldefinition von Art. 184 OR liegt ein Kauf dann vor, wenn sich der Verkäufer verpflichtet, dem Käufer den Kaufgegenstand zum Eigentum zu übergeben, und der Käufer, dem Verkäufer „den Kaufpreis zu bezahlen“. Die vertragstypische Leistung des Käufers ist somit eine Zahlung einer Geld-

³⁷ Abrufbar unter <<https://coinmarketcap.com/alexandria/article/how-long-does-a-bitcoin-transaction-take>>.

³⁸ Unmittelbare Transaktionsgebühren betragen meist zwischen USD 0.5 und 4, abrufbar unter <<https://www.blockchain.com/explorer/charts/fees-usd-per-transaction>>. Am 13. September 2021 wurden bspw. 44'598.43 Bitcoins im damaligen Gegenwert von etwa USD 2 Mrd. für eine Transaktionsgebühr von 0.00001713 BTC transferiert, was zum Transaktionszeitpunkt etwa USD 0.78 entsprach, vgl. Diouf, 205.

³⁹ Vgl. dazu unten, [IV.3.a](#)).

summensschuld, die je nach Umständen als Währungs- oder Buchgeld geschuldet sein kann.⁴⁰ Gemäss Art. 84 Abs. 1 OR sind Geldschulden grundsätzlich in gesetzlichen Zahlungsmitteln der geschuldeten Währung zu bezahlen.⁴¹ Kryptowährungen sind i.d.R. (noch) keine gesetzlichen Zahlungsmittel. Unseres Wissens haben einzig El Salvador und die Zentralafrikanische Republik dem Bitcoin den Status eines gesetzlichen Zahlungsmittels eingeräumt. In der Schweiz sind die gesetzlichen Zahlungsmittel im WZG geregelt.⁴² Die Zahlung in Kryptowährung ist demnach grundsätzlich keine „Zahlung eines Kaufpreises“ im Sinne des dispositiven Kaufrechts.⁴³

Zu Kryptozahlungen gibt es unseres Wissens noch wenig zugängliche Gerichtspraxis. Immerhin hat sich das Bundesgericht in einer Strafsache, in der Angaben über eine Kryptowährung mit Blick auf das UWG zu beurteilen waren, zur rechtlichen Einordnung von Kryptowährungen geäussert (Urteil des Bundesgerichts 6B_99/2019, 6B_148/2019 vom 18. April 2019). So bezeichnete das Bundesgericht Kryptowährungen als „privat geschaffene[...] Parallelwährungen“, die nicht als gesetzliche Zahlungsmittel gemäss WZG gelten, sondern als „Tauschmittel“ dienen, und qualifizierte sie als Waren i.S.v. Art. 3 Abs. 1 lit. b UWG (BGer 6B_99/2019, 6B_148/2019, E. 2.3.2 und E. 2.4.2).

Eine Kryptozahlung lässt sich zudem mit der „Bezahlung“ in WIR-Geld vergleichen. Auch WIR-Geld ist kein Geld im Rechtssinne. Vielmehr sind es bargeldlose Guthaben bei der WIR-Bank, welche aus der WIR Wirtschaftsring-Genossenschaft hervorging. Der WIR ist allerdings an den Schweizer Franken gebunden (1 WIR = 1 CHF) und damit am ehesten vergleichbar mit *Stable Coins*. Um den Umsatz unter den WIR-Teilnehmern zu fördern, werden WIR-Guthaben nicht verzinst.

Das Bundesgerichts setzte sich in BGE 119 II 227 nicht mit der Frage auseinander, ob bei einer Vereinbarung, wonach der Preis in „100% WIR“ zu erbringen ist, ein Kaufvertrag vorliege. Vielmehr setzte es dies als selbstverständlich voraus. Aber es entschied, dass die Leistung in WIR vermutungsweise nur zahlungshalber sei. Erfolgt sie nicht oder nicht vollständig, so könne der Verkäufer

⁴⁰ Vgl. BSK OR I-Koller, Art. 184, N 19.

⁴¹ Nach Ansicht einiger Autoren ist der Begriff des Kaufpreises in Art. 184 OR allerdings aus sich selber heraus autonom zu verstehen und nicht aus Art. 84 OR, vgl. HK Privatrecht-Hrubesch-Millauer, Art. 184, N 17.

⁴² Ob ein Zahlungsmittel im Herkunftsland als gesetzlich anerkannt gilt, bestimmt sich nach dem öffentlichen Recht desjenigen Staates, dessen Zahlungsmittel in Frage steht, Art. 147 des Bundesgesetz über das Internationale Privatrecht vom 18. Dezember 1987 (IPRG, SR 291).

⁴³ Vgl. Piller, 1432.

daher auf Zahlung in Schweizer Franken klagen (was er dort tat). Diese Überlegungen auch auf Zahlungen in Kryptowährungen zu übertragen, drängt sich zumindest teilweise auf. Zu beachten ist freilich, dass die Kryptowährungen (mit Ausnahme der *Stable Coins*) eben gerade nicht an eine staatliche Währung gebunden sind, weshalb sich der Schluss auf Leistung zahlungshalber nicht ohne Weiteres ergibt, es sei denn der Kaufpreis sei auch in einer staatlichen Währung ausgedrückt.

Die Lehre geht teilweise von einem funktionalen Verständnis des Begriffs des Geldes bzw. der Geldschuld aus:⁴⁴ Entscheidend für die Qualifikation einer Kryptowährung als Geld im Rechtssinne sei demnach die weite Verbreitung der fraglichen Währung im Markt und der übereinstimmende Wille der Vertragsparteien.⁴⁵ Sind diese beiden Voraussetzungen erfüllt, so könnten Kryptowährungen als Zahlungsmittel in einem Kaufvertrag dienen.

Diese Meinung führt allerdings nicht wirklich weiter, da selbstverständlich auch im Bereich der „Zahlungen“ grundsätzlich Vertragsfreiheit herrscht. So können die Parteien jederzeit vereinbaren, dass die Leistung in einer Kryptowährung einer Zahlung gleichzusetzen und die entsprechenden Vorschriften wie auch die Regeln des Kaufvertrags auf diese anwendbar sein sollen. Ein Kauf im Sinne der dispositiven Legaldefinition liegt unseres Erachtens deswegen aber nicht vor.

bb) „Zahlung“ in Kryptowährung als Tausch

Kommen die Regeln des Kaufvertrags weder von Gesetzes wegen noch aufgrund vertraglicher Einigung zur Anwendung, so dürfte der Erwerb eines Objekts gegen Kryptowährungen den Regeln des Tauschvertrags unterliegen. Art. 237 OR spricht vom Tausch von „Sachen“. Dieser Begriff ist gemäss herrschender Lehre jedoch nicht eng im sachenrechtlichen Sinne zu verstehen.⁴⁶ Eine Einheit einer Kryptowährung verkörpert letztlich nur den beweisbaren

⁴⁴ Demnach dient die Geldschuld dazu, dem Empfänger des Zahlungsmittels eine abstrakte und unkörperliche Vermögensmacht zu verschaffen, Müller, 339 ff. Aus obligationenrechtlicher Sicht ist Geld somit lediglich ein allgemeines Tauschmittel, durch das Transaktionskosten auf Waren- und Dienstleistungsmärkten vermindert werden sollen.

⁴⁵ Müller, 339 ff.; Eggen, 15; Hauser-Spühler/Meisser, 6 f.

⁴⁶ Der Tausch umfasst auch die wechselseitige Übertragung von Rechten und anderen Gütern, vgl. z.B. BSK OR I-Giger, Art. 237, N 3. Zur Auseinandersetzung mit Kryptowährungen als Rechtsobjekt vgl. Hauser-Spühler/Meisser, 9 ff.; Simmler/Selman/Burgermeister, 968 ff.; Zogg, 100 ff.

Umstand, dass der Inhaber über diese Einheit verfügen, d.h. die Zuständigkeit an eine andere Person übertragen kann. Dies genügt unseres Erachtens, um ihr die Eigenschaft einer Sache im Sinne des Tausches zuzuweisen.⁴⁷

Die Qualifikation als Tausch bedeutet, dass der Verkäufer in Bezug auf die Leistung der Kryptowährung wie ein Käufer behandelt wird.⁴⁸ Somit könnte er bzgl. der erhaltenen Coins Rechts- bzw. Sachgewährleistungsansprüche geltend machen.⁴⁹

cc) Qualifikation der Leistung von Kryptowährung im vertraglichen Kontext

Die Natur einer Kryptozahlung kann nicht nur unter Gesetzesrecht relevant sein, sondern auch unter vertraglichen Regelungen. Bspw. stellt sich bei Aktionärbindungsverträgen, welche eine Mitverkaufspflicht beim „Verkauf“ der Mehrheit der Aktien einer Gesellschaft statuieren (*Drag-along*), die Frage, ob die Vertragsparteien auch zur Mitveräusserung gezwungen werden können, wenn die Veräusserung der Aktien gegen Kryptowährung erfolgen soll. Oft sind die betreffenden Vertragsklauseln relativ breit gefasst, sprechen die „Zahlung“ in Kryptowährung aber kaum je an.

Geht man von der grundsätzlichen Qualifikation des Geschäfts gegen Kryptowährung als Tauschgeschäft aus, so dürfte der vertragliche Begriff „Verkauf“ oder „Sale“ solche Transaktionen nicht ohne Weiteres einschliessen. Dies ist vergleichbar mit der Vereinbarung eines Tauschs gegen Aktien der Erwerberrin. In solchen Fällen kann eine Vertragsklausel, welche eine Mitverkaufspflicht bei einem „Verkauf“ vorsieht, kaum durchgesetzt werden, da der verpflichtete Aktionär auf eine Zahlung in gesetzlichen Zahlungsmitteln vertrauen durfte bei Unterzeichnung der betreffenden Klausel. Selbstverständlich können auch hier der tatsächliche oder hypothetische Parteiwille oder andere Umstände etwas anderes gebieten.

b) Kursschwankungen

Die Kurse von gehandelten Kryptowährungen sind volatil und unterliegen selbst binnen eines Handelstags enormen Schwankungen. Dies ist allerdings auch bei der grossen Mehrheit von Landeswährungen der Fall. Neben den europäischen und nordamerikanischen Währungen sowie den Währungen von

⁴⁷ Dies im Einklang mit der bundesgerichtlichen Bezeichnung von Kryptowährungen als „Tauschmittel“, Urteil des Bundesgerichts 6B_99/2019, 6B_148/2019 vom 18. April 2019 E. 2.3.2; gleicher Ansicht u.a. Piller, 1432; Zogg, 111.

⁴⁸ Vgl. Art. 237 OR.

⁴⁹ Vgl. Art. 192 ff. bzw. 197 ff. OR.

Japan, Australien und Neuseeland (die derzeit ebenfalls erhöhten Schwankungen ausgesetzt sind) weisen nur wenige Währungen eine gewisse Stabilität auf. Vergleichbar mit der Kryptozahlung im M&A-Bereich ist zudem die Gegenleistung in der Form von Aktien einer börsenkotierten Gesellschaft. In all diesen Situationen sind die vertraglichen Remeduren ähnlich: Zunächst versucht man, *Signing* und *Closing* gleichzeitig oder zumindest in kurzem Abstand durchzuführen. Ist dies nicht möglich, so kann ein Risikoausgleich über Preisanpassungen (z.B. ausserhalb einer akzeptierten Schwankungsbreite) erzielt werden.

Wird die Zahlung in Kryptowährung nur erfüllungshalber vereinbart, ergibt sich eine Absicherung dadurch, dass der Verkäufer zumindest den Gegenwert gemäss vereinbarter Landeswährung erhält.

c) *Anwendbarkeit der Alternativermächtigung?*

Art. 84 Abs. 2 OR enthält eine Regelung, welche vielen M&A-Anwälten nicht geläufig ist, obschon sie auch ausserhalb der vorliegenden Thematik tückisch sein kann. Diese Bestimmung besagt, dass die Schuld in einer Währung, die am Zahlungsort nicht Landeswährung ist, stattdessen in Landeswährung bezahlt werden kann. Dies dann, wenn die Zahlung in der vereinbarten Währung nicht durch den Gebrauch des Wortes „effektiv“ oder durch einen anderen Zusatz als exklusive Zahlungsmethode vereinbart worden ist. So könnte bspw. eine Kaufpreisschuld in US-Dollar bei Zahlungsort in der Schweiz stattdessen in Schweizer Franken bezahlt werden.

Nun stellt sich die Frage, ob diese Bestimmung auch Geltung hat, wenn der Vertrag eine Kryptozahlung vorsieht. Dies würde bedeuten, dass die vereinbarte Leistung in Kryptowährung bei Zahlungsort in der Schweiz stattdessen in Schweizer Franken erbracht werden könnte. Freilich dürfte dieser Umstand bei den beteiligten Parteien bei Zahlungsort Schweiz nur selten Kopfschmerzen bereiten. Indessen wird auch in Ländern mit sehr volatilen und inflationären Landeswährungen (z.B. Argentinien) für Verträge im internationalen Kontext nicht selten Schweizer Recht als anwendbar vereinbart. Könnte der Käufer dort statt vereinbarter Bitcoins argentinische Pesos liefern, käme der gesetzlichen Alternativermächtigung grössere Relevanz zu.

Unseres Erachtens ist eine analoge Anwendung von Art. 84 Abs. 2 OR jedenfalls dann, wenn die Leistung in Kryptowährung rechtlich als Tausch zu qualifizieren ist, eher abzulehnen. In der Lehre ist die Frage umstritten.⁵⁰

⁵⁰ Grundsätzlich ablehnend Baertschi/Jacquemart/Meyer, 208 ff.; Diouf, 204; bejahend zumindest für Bitcoins Piller, 1430.

Nach einem Teil der Lehre soll die effektive Leistung in der vereinbarten Kryptowährung vermutet werden.⁵¹ Im Lichte des erwähnten Bundesgerichtsentscheidings zu WIR-Geld könnte dies jedoch riskant sein.⁵² Insbesondere dann, wenn sich aus dem Vertrag auch ein hypothetischer Gegenwert in einer Landeswährung ergibt, könnte die für WIR-Geld aufgestellte Vermutung der Leistung zahlungshalber ebenfalls greifen.

d) *Geldwäschereigesetz*

Ein weiterer rechtlicher Themenkreis dreht sich um die Frage, ob die Entgegennahme von Kryptowährung als Zahlungsmittel bei einer M&A-Transaktion unter das Geldwäschereigesetz fällt. Insbesondere fragt sich, ob der Empfänger bei einer *Peer-to-Peer-Transaktion* in Kryptowährung als Händler i.S.v. Art. 2 Abs. 1 lit. b GWG zu qualifizieren ist. Dies könnte u.U. der Fall sein, denn während es sich bei Kryptowährungen zwar nicht um Bargeld handelt, besteht bei einer *Peer-to-Peer-Transaktion* grundsätzlich ein vergleichbares Risiko bzgl. der Verschleierung der Mittelherkunft.⁵³ Die Financial Action Task Force empfiehlt Ländern, die solchen Transaktionen inhärenten Geldwäscherisiken laufend und prospektiv zu überwachen und ggf. Massnahmen zu treffen.

Diese Fragestellung kann umgangen werden, indem – wie bei einer Banktransaktion – ein dem GWG unterstellter *Custodian-Wallet-Anbieter* als Finanzintermediär eingeschaltet wird, der die Übertragung entgegennimmt.⁵⁴

4. *Einschätzung und Ausblick*

Während heute die Zahlung in Kryptowährung im Rahmen einer M&A-Transaktion noch exotisch anmutet, dürfte sich dies in Zukunft ändern. Einerseits ergibt sich dies daraus, dass sehr grosse Werte in Kryptowährungen ausstehend sind, welche letztlich zum Einsatz kommen dürften. So ist etwa denkbar, dass einem Verkäufer angeboten wird, entweder einen kleineren Betrag in Landeswährung oder einen grösseren Gegenwert in Kryptowährung zu erhalten. Ferner dürfte es nur eine Frage der Zeit sein, bis auch von Zentralbanken

⁵¹ Baertschi/Jacquemart/Meyer, 208; Diouf, 204.

⁵² Vgl. dazu oben, [IV.3.a\)aa\)](#).

⁵³ Trost, 207 f.

⁵⁴ Trost, 208.

ausgegebene Kryptowährungen in Umlauf sind,⁵⁵ wobei diese dann wohl unter dem WZG als gesetzliche Zahlungsmittel einzustufen sein werden.⁵⁶ Demgegenüber ist die direkte Anerkennung einer Kryptowährung als gesetzliches Zahlungsmittel heute wie erwähnt eine grosse Ausnahme. Indessen ist nicht auszuschliessen, dass weitere Länder dem Beispiel von El Salvador und der Zentralafrikanischen Republik folgen werden, womit Kryptowährungen in Bezug auf gewisse Länder plötzlich als Landeswährung einzustufen sein könnten.

V. Preferred Equity PIPE

i. Entstehung und Vorkommen

Preferred Equity PIPEs sind in der Krise geboren. Im Jahre 2020, als die Finanzierung aufgrund der COVID-Einschränkungen und -Ungewissheiten über den Kapitalmarkt plötzlich stark erschwert wurde, griffen Gesellschaften wie The Cheese Cake Factory⁵⁷ oder Expedia⁵⁸ zu diesem Instrument, das unseres Wissens in der Schweiz zum ersten Mal bei der schweizerischen, aber in den USA kotierten Global Blue im Jahre 2022 zur Anwendung kam.⁵⁹

PIPEs, also *Private Investments in Public Equity*, sind i.d.R. direkte Investments von Private Equity Firmen in börsenkotierte Aktien (und in einem weiteren Sinne auch jede Form von *Private Placement* durch börsenkotierte Gesell-

⁵⁵ Gemäss einer Studie der Bank for International Settlements loten 86% der Zentralbanken aktiv das Potenzial von digitalem Zentralbankgeld aus, 60% experimentieren bereits mit der Technologie, und 14% haben Pilotprojekte durchgeführt, Boar/Wehrli, BIS Papers No 114, Januar 2021, 6, abrufbar unter <<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap114.pdf>>.

⁵⁶ Nach Zellweger-Gutknecht/Weber, 4 ff., qualifiziert die sogenannte *wholesale* CBDC, d.h. digitales Zentralbankgeld für den Finanzmarkt, bereits *de lege lata* als gesetzliches Zahlungsmittel.

⁵⁷ Investition i.H.v. USD 200 Mio. in wandelbare Vorzugsaktien durch die Private Equity Gruppe Roark Capital Group, abrufbar unter <<https://investors.thecheesecakefactory.com/news-and-events/news-releases/news-release-details/2020/The-Cheese-cake-Factory-Announces-200-Million-Strategic-Investment-From-Roark-Capital/default.aspx>>.

⁵⁸ Investition i.H.v. USD 1.2 Mrd. in nicht-wandelbare Vorzugsaktien durch die Private Equity Gruppen Silver Lake und Apollo Global Management, abrufbar unter <<https://www.reuters.com/article/expedia-group-stake-idUSL3N2CA3M2>>.

⁵⁹ Investition i.H.v. USD 225 Mio. in wandelbare Vorzugsaktien durch die Investment Firmen Certares Opportunities und Knighthead Opportunities Capital Management, abrufbar unter <<https://www.globalblue.com/corporate/media/press/global-blue-completes-225-million-strategic-growth-equity-investment-from-certares-and-knighthead>>.

schaften).⁶⁰ Sie dienen schon seit vielen Jahren als Alternative zum öffentlichen Angebot bzw. zum Bezugsrechtsangebot in unsicheren Zeiten. Mit dem *Preferred Equity PIPE* wird den gestiegenen Unsicherheiten und dem verschlechterten Marktumfeld noch verstärkt Rechnung getragen. So zeichnet der *Preferred Equity PIPE Investor* eine andere Aktienkategorie als die börsenkotierten Stammaktien, nämlich (wandelbare) Vorzugsaktien.

Die Vorzugsrechte beziehen sich beim *Preferred Equity PIPE* hauptsächlich auf Dividenden- und Liquidationsvorrechte. Ähnlich wie bei einer Verzinsung wird bspw. vorgesehen, dass der Vorzugsaktionär jährlich zu einer Vorzugsdividende von 8% auf den investierten Betrag berechtigt sei. Da die Vorzugsdividenden vorrangig ausgezahlt werden, gibt es eine zwar nicht absolute, aber relative *Downside-Sicherung*. Gleichzeitig bleibt das mit einem Aktieninvestment verbundene Gewinnpotenzial erhalten. Je nach Ausgestaltung der Vorzugsdividende (partizipierend oder nicht) kann der Vorzugsaktionär überdies an einem über die Vorzugsdividende hinausgehenden Dividendenerlös zusammen mit den Stammaktionären teilhaben oder nicht.⁶¹

Der Nachteil dieser Vorzugsaktien besteht darin, dass sie nicht kotiert und gewöhnlich auch nicht anderweitig handelbar sind.⁶² Diesem Umstand (sowie dem allfälligen Fehlen einer partizipierenden Ausgestaltung des Vorzugsrechts) wird durch die Einräumung eines Wandelrechts begegnet. So kann der Investor die Vorzugsaktien in kotierte Stammaktien wandeln, wenn er dies wünscht.⁶³

2. Rechtliche Themen

Beim *Preferred Equity PIPE* ergeben sich mannigfache rechtliche Fragen, von denen nachfolgend einige herausgegriffen sein sollen.

⁶⁰ Vgl. zum PIPE im Allgemeinen Gerhard, *passim*.

⁶¹ Vgl. zum Unterschied zwischen partizipierenden und nicht-partizipierenden Ausgestaltungen Gericke, *Vorzugsrechte*, 111 ff.

⁶² Entsprechend passt die Bezeichnung als PIPE streng genommen nicht, da kein Investment in „Public“ Equity vorliegt.

⁶³ Zur rechtlichen Ausgestaltung vgl. unten, [V.2.c](#).

a) *Recht auf Dividende*

Art. 660 OR gewährt nur ein relatives Recht auf Dividende.⁶⁴ Dies bedeutet, dass auch eine Vorzugsdividende nur dann eingefordert werden kann, wenn und soweit überhaupt eine Dividende ausgezahlt wird.⁶⁵ Das Recht der Generalversammlung, eine Dividende zu beschliessen oder nicht (bzw. das Recht des Verwaltungsrats, eine solche vorzuschlagen), wird dadurch nicht eingeschränkt. Gemäss Lehre und Rechtsprechung kann sich ein Aktionär i.d.R. nur bei unbegründetem dauerhaften „Austrocknen“ trotz Dividendenfähigkeit wehren.⁶⁶

Somit stellt sich die Frage, welche Möglichkeiten zur Verfügung stehen, die Auszahlung der Vorzugsdividende zu begünstigen:

- Der Verwaltungsrat kann vertraglich verpflichtet werden, bei gegebenen und klar formulierten Voraussetzungen der Generalversammlung eine Dividendenzahlung vorzuschlagen. Eine solche Verpflichtung dürfte freilich in der Durchsetzbarkeit umstritten sein. Unseres Erachtens wäre sie grundsätzlich zulässig, soweit damit weder Gläubigerschutzvorschriften noch die Verfolgung des Gesellschaftsinteresses durch den Verwaltungsrat verletzt werden. Dabei ist zu bemerken, dass eine Zahlung von Dividenden nie im unmittelbaren Gesellschaftsinteresse liegt, weil dadurch Liquidität und Investitionsspielraum reduziert werden. Aus langfristiger Sicht ist eine vernünftige, für die Aktionäre vorteilhafte Dividendenpolitik jedoch durchaus im Gesellschaftsinteresse. Letztlich ist es aber ohnehin die Generalversammlung, welche über die Dividende entscheidet, weshalb unseres Erachtens die vertragliche Verpflichtung des Verwaltungsrats, eine solche vorzuschlagen, unproblematisch ist.
- Alternativ kann den Vorzugsaktionären ein Traktandierungsrecht für Dividendenbeschlüsse eingeräumt werden. Dies zwingt die Generalversammlung zwar ebenfalls nicht zur Genehmigung einer Dividende, sorgt aber zumindest dafür, dass in einer Abstimmung darüber befunden wird. Auch ohne ein spezifisches Traktandierungsrecht dürfte es den Investoren zudem freistehen, im Rahmen des gesetzlich vorgesehenen Traktandums

⁶⁴ Vgl. BSK OR II-Neuhaus/Balkanyi, Art. 660, N 9.

⁶⁵ Vgl. Dazio/von der Crone, 240 ff.

⁶⁶ Grundlegend: Urteil des Bundesgerichts 4A_475/2009 vom 5. März 2010; vgl. Dazio/von der Crone, 243 f.; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 40 N 26; BSK OR II-Neuhaus/Balkanyi, Art. 660, N 17; kritisch und verbesserte Klagbarkeit fordernd Böckli, § 12 N 514 f.

über die Gewinnverwendung⁶⁷ eine Dividendenzahlung zu beantragen. Allerdings muss dies frühzeitig erfolgen, damit ein Bericht der Revisionsstelle hierzu eingeholt werden kann.⁶⁸

- Gibt es Grossaktionäre, so können sich diese verpflichten, eine Dividendenzahlung zu fordern und einem entsprechenden Beschluss zuzustimmen, sofern gewisse Voraussetzungen erfüllt sind.
- Ein weiteres Sicherungsinstrument kann die Akkumulierung des Dividendenanspruchs (*Cumulative Dividend*) sein.⁶⁹ Dieses sogenannte Nachbezugsrecht i.S.v. Art. 656 Abs. 2 OR führt dazu, dass der Anspruch auf eine in einem Jahr nicht ausbezahlte Vorzugsdividende dem Vorzugsanspruch für das kommende Jahr zugeschlagen wird, bis alle Vorzugsansprüche erfüllt sind. Beispiel: Wird eine Vorzugsdividende von 8% des Investitionsbetrags pro Jahr während drei Jahren nicht ausbezahlt, beträgt der Vorzugsanspruch im vierten Jahr viermal 8%, d.h. 32% des Investitionsbetrags.⁷⁰
- Als direkte Ausgleichsmöglichkeit kann bspw. die Vereinbarung eines Rechts zur Zeichnung zusätzlicher Aktien zum Nennwert bei Dividendenausfall in Frage kommen. Der Vorzugsaktionär erhält seinen Vorzugsanspruch dann nicht in Geld, sondern in Form der durch die zusätzlichen Aktien verkörperten Mehrbeteiligung.

b) Bezugsrechtsausschluss

Um die Vorzugsaktien zu schaffen, braucht es gewöhnlich eine Generalversammlung, welche die Kapitalerhöhung und die Vorzugsregeln beschliesst. Da *Preferred Equity PIPEs* spezifisch mit einzelnen PIPE-Investoren verhandelt und vereinbart werden und gerade kein öffentliches Angebot gemacht werden soll, muss das Bezugsrecht der bestehenden Aktionäre ausgeschlossen werden. Neben der „gewöhnlichen“ Preis- und Verwässerungsthematik, kommt beim *Preferred Equity PIPE* noch das Problem der einseitigen Gewährung von Vorzugsrechten hinzu.

⁶⁷ Art. 698 Abs. 2 Ziff. 4 OR.

⁶⁸ Art. 728a Abs. 1 Ziff. 4 OR.

⁶⁹ Vgl. zum Begriff Gericke, Vorzugsrechte, 111 ff.

⁷⁰ Dies dann, wenn der Vorzugsanspruch nicht „compounding“ ist, also ohne Zinseszinsen berechnet wird. Wird Aufzinsung vereinbart, so wäre der Anspruch im vierten Jahr entsprechend höher.

Somit ist im Lichte von Art. 652b Abs. 2 OR bzw. Art. 652b Abs. 2 und 4 nOR zu prüfen, ob ein überwiegendes sachliches Interesse der Gesellschaft diese Besserstellung der PIPE-Investoren und die damit einhergehende Ungleichbehandlung der Aktionäre rechtfertigt und auch der Grundsatz der schonenden Rechtsausübung gewahrt bleibt.

Letztlich ist die dafür notwendige Interessenabwägung jedoch einfacher als bei einem regulären PIPE: Der Vorzugsaktionär setzt sich einem grösseren Risiko aus, da seine Aktien nicht jederzeit veräussert werden können. Ausserdem gibt es für die Vorzugsaktien als solche keinen unmittelbaren Börsenkurs, der zum Vergleich herangezogen werden könnte. Schliesslich kommen *Preferred Equity* PIPEs wie erwähnt in Situationen zur Anwendung, in denen andere Finanzierungsoptionen wenig erfolgsversprechend sind und dem Verwaltungsrat kaum Optionen offenstehen, weshalb die Abwägung von Gesellschaftsinteressen und Aktionärsinteressen i.d.R. klar für die Finanzierungstransaktion und damit für den Bezugsrechtsausschluss ausfallen dürfte.

Dennoch kann das Risiko einer Anfechtung durch bestehende Aktionäre reell sein, etwa dann, wenn sich die Situation der Gesellschaft während der zwei-monatigen Anfechtungsfrist gemäss Art. 706a Abs. 1 OR unabhängig von der Finanzierung verbessert und stabilisiert. Für eine erfolgreiche Anfechtung müssten die Anfechtungsgründe freilich schon im Zeitpunkt des Generalversammlungsbeschlusses vorliegen.

Gegen das Risiko einer Anfechtung oder Geltendmachung von Bezugsrechten⁷¹ bieten sich ebenfalls verschiedene Massnahmen an:

- Am sichersten ist das Zuwarten mit dem *Closing* bis zum Ablauf der Anfechtungsfrist. Sollte die Gesellschaft schon früher Liquidität benötigen, könnte der PIPE-Investor einen Teil der Summe bereits als Darlehen gewähren, welches dann mit der Aktienaussgabe verrechnet wird.
- Sind Grossaktionäre im Spiel, so könnten diese subsidiär, für den Fall der Fälle, ihre Bezugsrechte an die PIPE-Investoren abtreten.
- Schliesslich kann, ähnlich wie bei einem *Underwriting Agreement*, ein vertraglicher Rückabwicklungsmechanismus vorgesehen werden. Dies ist allerdings ein sehr ungewisser und schwacher Schutz, da sich in den Fällen, in denen *Preferred Equity* PIPEs zum Zuge kommen, eine Kapitalherabsetzung mit Rückzahlung des investierten Kapitals kaum umsetzen liesse. Immerhin könnte eine solche Möglichkeit unter dem neuen Aktienrecht

⁷¹ Gemäss gewisser Lehrmeinungen wäre dies ein direkt einforderbares Recht, vgl. z.B. Knobloch, 20.

mittels Kapitalband unterlegt werden, was aber nur den Generalversammlungsbeschluss für die Herabsetzung erübrigt. Die Gläubigerschutzvorschriften wären bei der Herabsetzung dennoch einzuhalten.

c) *Wandelrecht*

Der schweizerische Gesetzgeber hat es trotz Forderungen aus der Praxis verpasst, die in anderen Jurisdiktionen verbreitete Wandelbarkeit von Aktien explizit vorzusehen. Schon im alten Aktienrecht wurde die wandelbare Aktie, namentlich die Wandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien, von der Lehre teils postuliert.⁷² Während das Auslaufen oder Verbrauchen von statutarisch eingeräumten Vorzugsrechten zwar zu Aktien führt, die gegenüber den Stammaktien keine Vorteile mehr aufweisen, sind uns keine Fälle von echter Zusammenführung in die gleiche Aktienklasse ohne Generalversammlungsbeschluss bekannt.

Somit behilft man sich in der Praxis mit einem vertraglichen Austauschrecht. Der wandelnde Aktionär überträgt seine Vorzugsaktien an die Gesellschaft, welche ihm, unter altem Recht, gestützt auf das genehmigte oder ein bedingtes Aktienkapital neue Stammaktien ausgibt, die von einer Tochtergesellschaft oder vom Investor zum Nennwert gezeichnet werden. Um dieses Recht mit den Vorzugsaktien zu verknüpfen, wird es zudem auch in den Statuten abgebildet. Vgl. folgendes Beispiel.⁷³

„Art. 3b Abs. 4

Die Gesellschaft ist im Rahmen des gesetzlich Zulässigen ermächtigt, alle oder einen Teil der Vorzugsaktien der Kategorie A gegen Bargeld und/oder Stammaktien (aus dem Eigenbestand oder Stammaktien aus genehmigtem Kapital) auf der Basis einer Vereinbarung mit den Vorzugsaktionären, welche den Vorzugsaktionären Andienungsrechte und der Gesellschaft Erwerbs- und Rückkaufsrechte einräumt, zu erwerben („Kategorie A Eintauschvereinbarung“).“

Im neuen Aktienrecht kann für den Aktientausch das Kapitalband verwendet werden. Dabei lässt sich die Situation einer eigentlichen Wandlung annähern, indem nicht nur Stammaktien ausgegeben werden, sondern im gleichen Umfang die eingelieferten Vorzugsaktien herabgesetzt werden. Eine solche solvente Harmonika bedarf unseres Erachtens keiner Beachtung von Gläubiger-

⁷² Z.B. Gerhard, 288.

⁷³ Beispiel aus den Statuten der Global Blue Group Holding AG.

schutzvorschriften, da sich das Aktienkapital insgesamt nicht verändert.⁷⁴ In welcher Form die Aktien ausgegeben sind, ist für die Gläubiger von geringem Interesse. Solvente Harmonikas zum Austausch von Aktienstrukturen ohne Veränderung des Aktienkapitals insgesamt wurden bereits unter dem alten Aktienrecht praktiziert. Dabei war zwar eine Generalversammlung erforderlich, aber es konnte auf die Einhaltung von Gläubigerschutzvorschriften verzichtet werden.⁷⁵

3. Einschätzung und Ausblick

Nachdem mit Global Blue das Eis für *Preferred Equity* PIPEs auch in der Schweiz gebrochen wurde, dürfte es an Nachahmern nicht fehlen. Dies könnte schon bald der Fall sein, in Anbetracht der zurzeit, im Herbst 2022, vorherrschenden Marktschwächen und Unsicherheiten, geschürt durch den Krieg Russlands in der Ukraine, die Inflation grosser Währungen und die damit einhergehenden massiven Zinserhöhungen, den unklaren weiteren Verlauf der COVID-Pandemie, die faktische Abschottung Chinas aufgrund von COVID- und wirtschaftspolitischen Massnahmen, sowie die zahlreichen weiteren geopolitischen Entwicklungen.

VI. Schlusswort

Wie eingangs vermerkt, sind Innovationen im M&A-Bereich bei genauer Betrachtung häufiger und prägender als man es intuitiv vermutet. Zeiten des Umbruchs bringen Innovationen hervor und beschleunigen deren Entwicklung. Ebenso rasch wie eine neue Transaktionsform aufkommt, kann sie auch wieder verschwinden, wenn sich die Umstände verändern. Das neue Aktienrecht erlaubt stellenweise mehr Flexibilität und könnte daher neue Transaktionsformen ermöglichen. Auch wenn der anwaltlichen Kreativität gewisse Grenzen gesetzt werden, ist doch stets erstaunlich, welche originellen und nachhaltigen Lösungen immer wieder aufs Neue gefunden werden. Somit schauen wir künftigen Innovationen mit grosser Neugier entgegen.

⁷⁴ Vgl. Kägi, 246 f.

⁷⁵ Vgl. zur solventen Harmonika im Rahmen des Kapitalbands z.B. Gericke, M&A, 66; Kilchmann, 290.

Literaturverzeichnis

- Basler Kommentar zum Bundesgesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, in: Hilty Reto M./Arpagaus Reto (Hrsg.), Basel 2013 (zit. BSK UWG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I (Art. 1-529 OR), in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), 7. A., Basel 2019 (zit. BSK OR I-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530-964 OR), in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Baertschi Harald/Jacquemart Nicolas/Meyer Stephan, Zahlung und Verzug bei virtuellen Währungen, in: Susan Emmenegger (Hrsg.), Zahlungsverkehr, Basel 2018, 177 ff.
- Berner Kommentar, Das Obligationenrecht, Der Arbeitsvertrag, Art. 331-355 und Art. 361-362 OR, in: Hausheer Heinz/Walter Hans Peter (Hrsg.), 2. A., Bern 2014 (zit. BK Arbeitsvertrag-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4. A. Zürich 2009.
- Bortolani Sergio, Auslagerung von Aufgaben (Outsourcing): Betriebsübergang im Sinn von Art. 333 OR, SJZ 2017, 49 ff.
- Courvoisier Matthias, SPACs aus Schweizer Sicht, SZW 2021, 348 ff.
- Dazio Giovanni/von der Crone Hans Caspar, Das Vorrecht auf Dividende bei Vorzugsaktien und Vorzugspartizipationsscheinen, SZW 2021, 236 ff.
- Diouf Manuel, Kaufpreiszahlungen in Kryptowährungen im M&A-Bereich, Anwaltsrevue 2022, 203 ff.
- Edgen Mirjam, Verträge über digitale Währungen, Jusletter, 4. Dezember 2017.
- Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- Gerhard Frank, Private investments in public equity (PIPE) – Ein Blick auf PIPE-Transaktionen in der Schweiz, GesKR 2006, 286 ff.
- Gericke Dieter, M&A und Aktivismus unter dem neuen Aktienrecht, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis, Zürich 2022, 57 ff. (zit. Gericke, M&A).
- Gericke Dieter, Vorzugsrechte des Venture Capital-Investors, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity, Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA-Musterverträge), Zürich 2011, 101 ff. (zit. Gericke, Vorzugsrechte).
- Germann Sandro, Die personalistische AG und GmbH, Unter besonderer Berücksichtigung von Aktionär- und Gesellschafterbindungsverträgen, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2015.
- Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, in: Amstutz Marc et al. (Hrsg.), 3. A., Zürich 2016 (zit. HK Privatrecht-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Hauser-Spühler Gabriela/Meisser Luzius, Eigenschaften der Kryptowährung Bitcoin, digma 2018, 6 ff.

- Kägi Urs, Kapitalerhaltung als Ausschüttungsschranke, Grundlagen, Regelung und Zukunft im Aktienrecht, Diss., Zürich/St. Gallen 2012.
- Kilchmann Jörg, Aktienkapital und Kapitalveränderungen im neuen Aktienrecht, Expert Focus 2021, 287 ff.
- Knobloch Stefan, Genehmigte und bedingte Kapitalerhöhung, Kompetenzverteilung zwischen Generalversammlung und Verwaltungsrat, GesKR 2016, 13 ff.
- Licci Sara, Die Massenentlassung im schweizerischen Recht, Schwellenwerte, Konsultation und Sozialplan unter Berücksichtigung des Arbeitsrechts der Europäischen Union und des Arbeitsvölkerrechts, Bern 2018.
- Malacrida Ralph/Reutter Thomas, PIPEs in the Age of SPACs, CapLaw 2021, 2 ff.
- Müller Christoph, Die Smart Contracts aus Sicht des Schweizerischen Obligationenrechts, ZBJV 2019, 330 ff.
- Piller François, Virtuelle Währungen – Reale Rechtsprobleme?, AJP 2017, 1426 ff.
- Sanwald Reto, Austritt und Ausschluss aus AG und GmbH, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2009.
- Simmler Monika/Selman Sine/Bürgermeister Daniel, Beschlagnahme von Kryptowährungen im Strafverfahren, AJP 2018, 963 ff.
- Stämpfli Handkommentar zum Bundesgesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, in: Jung Peter/Spitz Philippe (Hrsg.), 2. A., Bern 2016 (zit. SHK UWG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Stämpfli Handkommentar, Arbeitsvertrag, in: Etter Boris/Facincani Nicolas/Sutter Reto (Hrsg.), Bern 2021 (zit. SHK Arbeitsvertrag-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Trost Andrea, Kaufpreiszahlungen in Kryptowährungen im M&A-Bereich / AML- und GwG-Themen, Anwaltsrevue 2022, 206 ff.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zürich 2021.
- Zellweger-Gutknecht Corinne/Weber Rolf H., Private Zahlungsmittel und Zahlungssysteme, Jusletter, 11. Januar 2021.
- Zogg Samuel, Bitcoin als Rechtsobjekt – eine zivilrechtliche Einordnung, recht 2019, 95 ff.

Carve-out-Transaktionen

Philippe A. Weber/Katalin Siklosi*

Inhalt

I.	Einleitung	126
II.	Strukturierung von Carve-out Transaktionen	128
1.	Überblick	128
2.	Rechtliche Ausgestaltung von Carve-out Transaktionen	129
a)	Vermögensübertragung (Art. 69 ff. FusG)	130
aa)	Übertragung von Aktiva und Passiva	131
bb)	Übertragung von Verträgen	131
cc)	Übertragung von Arbeitsverhältnissen	133
dd)	Dokumentation und Öffentlichkeit	134
ee)	Haftung	134
b)	Singularsukzession	135
aa)	Übertragung von Aktiva und Passiva	136
bb)	Übertragung von Verträgen	136
cc)	Übertragung von Arbeitsverhältnissen	138
dd)	Dokumentation und Öffentlichkeit	138
ee)	Haftung	138
c)	Zusammenfassung	141
3.	Planung und Zeitpunkt von Carve-out Transaktionen – Pre- oder Post Packaging?	141
a)	Pre-Packaging	142
b)	Post-Packaging	143
c)	Zusammenfassung	144
III.	Vollzugsformen der Carve-out Transaktion	145
1.	Veräußerung an einen Dritten auf privatem Weg	145
2.	Kotierung des Carved-out Business	146
a)	Standalone Carve-out	147
aa)	Ausschüttung im Wege einer Sachdividende	148
bb)	Ausschüttung im Wege der Kapitalherabsetzung	148
cc)	Ausschüttung im Wege der Spaltung	149
b)	Untervariante des Standalone Carve-out: Ausschüttung von Kauf- oder Bezugsrechten zum Erwerb des ausgegliederten neukotierten Unternehmens	150
c)	Börsengang einer Tochtergesellschaft	151

* Wir danken Peter-Conradin Schreiber und Anna Niederer für die Unterstützung bei der Recherche.

d)	Carve-out verbunden mit einem öffentlichen Angebot	151
IV.	Ausgewählte Aspekte bei Carve-out Transaktionen	151
1.	Carve-out Abschluss	152
2.	Arbeitsrechtliche Aspekte	153
a)	Art. 333 f. OR und die zentrale Bedeutung bei Carve-out Transaktionen	153
aa)	Übertragung eines Betriebs oder Betriebsteils	154
bb)	Rechtsfolgen	155
b)	Spaltung (Art. 29 ff. FusG) und Vermögensübertragung (Art. 69 ff. FusG)	155
3.	Geistiges Eigentum	156
a)	Übertragung von geistigem Eigentum	157
b)	Behandlung von gemeinsam genutztem geistigem Eigentum	157
4.	Transitional Service Agreements (TSA)	159
a)	Einbindung des TSA in die Gesamttransaktion	159
b)	Zu erbringende Leistungen; Leistungsbestimmung	160
c)	Leistungsstandards; Grundlagen der Zusammenarbeit	161
d)	Vergütung	162
e)	Gewährleistung, Haftung und Freistellung	163
	Literaturverzeichnis	164

I. Einleitung

Carve-out Transaktionen sind von grosser praktischer Bedeutung. Die Gründe hierfür sind vielfältig. Ein wichtiger Aspekt ist der schon seit einigen Jahren zu beobachtende Trend zum Fokus auf das Kerngeschäft („*pure play*“), wovon im Fall eines Carve-out sowohl das ausgliedernde (Mutter)Unternehmen als auch das ausgegliederte (Tochter)Unternehmen profitieren kann. In einem unsicheren, volatilen und sich dynamisch verändernden Umfeld ermöglichen schlankere Strukturen ein rascheres und zielgerechteres Handeln. Auszugliedernde Geschäftsbereiche mit unterschiedlichem Wachstums- und Ertragsprofil erhalten als selbständiges Unternehmen bzw. unter neuer Eigentümerschaft eine zweite Chance. Für die Aktionäre kann sich der Carve-out wertvermehrend erweisen, wenn ein bisher auf dem Gesamtunternehmen lastender Konglomeratsabschlag beseitigt wird,¹ indem der Wert des ausgliedernden und des ausgegliederten Unternehmens in der Summe („*sum of parts*“) höher ist. Weitere Auslöser von Carve-outs können zum Beispiel Finanzierungsbedürfnisse auf Seiten eines oder beider betroffener Unternehmensteile sowie regulatorische Auflagen (z.B. wettbewerbsrechtliche Auflagen) sein.

¹ Berger, 3.

Prominente Schweizer Fallbeispiele für Carve-out Transaktionen in der jüngeren Vergangenheit sind z.B. die Ausgliederung und Kotierung des Augeneilkundengeschäfts (Alcon) und der Generikasparte (Sandoz; 2022 angekündigt) durch Novartis, die Ausgliederung und Kotierung des Sulzer Medtech Geschäfts (Medmix), die Ausgliederung und Kotierung des Implenla Projektgeschäfts (InaInvest), der Verkauf des Skin Care Business von Nestlé (Galderma) an EQT, die Abspaltung und Kotierung von Idorsia im Zusammenhang mit der öffentlichen Übernahme von Actelion durch Johnson & Johnson sowie die Portfoliobereinigung bei Clariant in Form der Ausgliederung und des Verkaufs diverser Geschäftsbereiche in den letzten 10 Jahren.

Carve-out Transaktionen sind komplex. Diese Komplexität ist einerseits geprägt durch eine besondere Vielzahl an Themenfeldern, die bei der Planung, Umsetzung und dem Abschluss von Carve-out Transaktionen zu beachten sind. Hinzu kommt, dass besonders viele Stakeholders von einem Carve-out betroffen sind. Die für einen Carve-out oft besonders relevanten Aspekte beinhalten die Bereiche Arbeitsrecht, berufliche Vorsorge (*Pensions*), Steuern, IT/IP, Regulierung und behördliche Bewilligungen sowie wichtige Verträge mit Kunden, Lieferanten und übrigen Geschäftspartnern. Je nach Einzelfall und Ausgestaltung des Carve-outs ist diese Liste zu erweitern bzw. einzelne Themenfelder sind zu priorisieren. Mit Blick auf die Stakeholder gilt es, Aktionäre, Mitarbeiter, Lieferanten, Kunden und das Management einzubinden, da alle Beteiligten ihren Beitrag zu einer erfolgreichen Carve-out Transaktion leisten.

Die besondere Komplexität von Carve-outs ist auch Folge der *Zielkonflikte*, die bei solchen Transaktionen besonders zutage treten können. Neben dem für M&A Transaktionen typischen Spannungsverhältnis zwischen Veräusserer und Erwerber kommt zum Beispiel als zusätzliche Dimension hinzu, dass die Lebensfähigkeit und Eigenständigkeit des ausgliedernden *und* des ausgegliederten Geschäfts sichergestellt werden müssen, insbesondere wenn das ausgegliederte Unternehmen als selbständiges Unternehmen kotiert werden soll. In diesem Zusammenhang kann sich z.B. auch die Frage stellen, ob der Wert des ausgliedernden Unternehmensteils auf Kosten des verbleibenden Teils optimiert werden soll (oder umgekehrt) oder wie mit sogenannten „*shared assets*“ (z.B. Immaterialgüterrechten) umzugehen ist, die von beiden Unternehmensteilen verwendet werden.

Ein weiterer Zielkonflikt kann sich dadurch ergeben, dass ein veräusserndes Unternehmen möglicher Weise bevorzugt, die für den Vollzug des Carve-out notwendige vorgängige interne Restrukturierung möglichst im Stillen und ohne äussere Einmischung vorzubereiten, während ein möglicher Erwerber unter Umständen Interesse daran haben kann, frühzeitig (bzw. rechtzeitig) auf

die Parameter und Struktur des Carve-outs Einfluss zu nehmen. Auch unter diesem Aspekt ist daher eine sorgfältige Planung und Interessenabwägung essentiell.²

Kurz formuliert lässt sich somit festhalten, Carve-out Transaktionen sind komplex und bewegen sich in einem vielschichtigen Spannungsfeld. Sorgfältige Planung und Interessenabwägung sowie ein verantwortungsvoller Umgang mit den Stakeholders sind für einen erfolgreichen Vollzug daher besonders wichtig.

Vor diesem Hintergrund soll der vorliegende Beitrag die Gestaltungsmöglichkeiten und mögliche Fallstricke von Carve-out Transaktionen aufzeigen.³ In einem ersten Schritt wird dafür die Strukturierung von Carve-out Transaktionen erläutert (vgl. nachstehend [II.](#)). Sodann folgt eine Darstellung der verschiedenen Vollzugsformen von Carve-out Transaktionen (nachstehend [III.](#)). Zum Abschluss werden in Abschnitt [IV.](#) ausgewählte Aspekte der Carve-out Transaktion näher erläutert, namentlich der Carve-out Abschluss ([IV.1.](#)), arbeitsrechtliche Aspekte des Carve-outs ([IV.2.](#)), die Behandlung von geistigem Eigentum ([IV.3.](#)) sowie die Bedeutung von *Transitional Service Agreements* ([IV.4.](#)).

II. Strukturierung von Carve-out Transaktionen

I. Überblick

Der Begriff des Carve-outs bzw. der Carve-out Transaktion ist gesetzlich nicht definiert. Er beinhaltet jedoch typischerweise drei Elemente: (i) es handelt sich um eine *Herauslösung bzw. Ausgliederung* eines oder mehrerer bisher rechtlich selbstständigen Tochterunternehmen oder eines bzw. mehrerer nicht selbstständigen Unternehmensteile, (ii) aus einem *Unternehmen* oder *Konzern* in Verbindung mit (iii) einem Verkauf an einen Dritten (eventuell auch Einbringen in ein Joint Venture) oder einen Börsengang des ausgegliederten Geschäftsbereichs (z.B. durch Platzierung von bestehenden und/oder neuen Aktien im Markt oder Ausschüttung der Aktien des neu kotierten Unternehmens).⁴

² Siehe dazu ausführlich unten, [II.3.](#)

³ Dieser Beitrag befasst sich nicht mit der Beachtung der datenschutzrechtlichen Vorschriften und Besonderheiten bei einer Carve-out Transaktion.

⁴ Ähnlich Gerhard/Hasler, 223 f.

Somit werden beim Carve-out sämtliche Vermögensgegenstände, Schulden, Verträge und Mitarbeiter rechtlich zusammengefasst, die für das Carved-out Business relevant sind.

Idealerweise wird der auszugliedernde Geschäftsteil bereits in einer Tochtergesellschaft (oder Untergruppe) als eigenständiger Unternehmensteil (Segment) geführt. In diesem Fall entfällt weitgehend die Notwendigkeit einer vorbereitenden internen Ausgliederung bzw. Reorganisation auf Ebene des auszugliedernden Unternehmens. In der Praxis müssen jedoch oft zunächst der zu veräussernde und die verbleibenden Teile organisatorisch, operationell, finanziell, buchhalterisch und rechtlich voneinander getrennt werden.

In *zeitlicher Hinsicht* kann diese Trennung entweder vor (sog. *Pre-packaged Deal*) oder nach der Unterzeichnung einer Transaktionsvereinbarung erfolgen.⁵ Davon zu trennen sind in *struktureller Hinsicht* die folgenden zwei Fragen: Erstens, wie sollen die zu veräussernden und die verbleibenden Teile rechtlich voneinander getrennt werden?⁶ Zweitens, wie soll die Veräusserung des ausgegliederten Geschäfts oder Geschäftsteils (*Carved-out Business*) vollzogen werden?⁷

2. Rechtliche Ausgestaltung von Carve-out Transaktionen

Die rechtliche Trennung der auszugliedernden Teile von dem verbleibenden Unternehmen erfolgt im Wesentlichen auf dem Wege der Singularsukzession (Einzelrechtsnachfolge), bei welcher einzelne Vermögensgegenstände und Schulden auf vertraglicher Basis nach den jeweils anwendbaren Übertragungsregeln einzeln übertragen werden.⁸ Alternativ (bzw. ggfs. in Kombination damit) kann die Übertragung auch im Wege einer (partiellen) Universalsukzession erfolgen, bei welcher eine geschlossene Betriebseinheit *uno actu* übertragen wird und sämtliche Rechtsbeziehungen mit dem (Teil)Betrieb übergehen, ohne dass einzelvertragliche Regelungen zu beachten sind. Letztere erfolgt nach Schweizer Recht in der Regel gemäss Art. 69 ff. des Bundesgesetzes vom 3. Oktober 2003 über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz, FusG, SR 221.301) (auch fusionsgesetzlicher oder fusionsrechtlicher Carve-out genannt). Denkbar wäre auch eine Spaltung nach Art. 29 ff. FusG. Diese wird jedoch in der Praxis vor allem aus steuerlichen und anderen Gründen selten gewählt.

⁵ Siehe dazu unten, [II.3](#).

⁶ Siehe dazu unten, [II.2](#).

⁷ Siehe dazu unten, [III](#).

⁸ Gerhard/Hasler, 228.

Sofern Carve-out Transaktionen einen internationalen Bezug aufweisen, ist insbesondere bei der Singularsukzession darauf zu achten, dass die Übertragungen von sich im Ausland befindlichen Vermögensgegenständen unter Einhaltung des jeweils anwendbaren lokalen Rechts erfolgen. Die Unterschiede zwischen der Vermögensübertragung und der Singularsukzession sind unten unter [II.2.a\)](#) bzw. [II.2.b\)](#) ausführlich dargestellt.

Somit wird die Entscheidung, wie die Vermögensgegenstände übertragen werden sollen (partielle Universalsukzession, Singularsukzession oder Spaltung), regelmässig von drei Faktoren beeinflusst: (i) steuerliche Aspekte, insbesondere mit Blick auf die gewinnsteuerlichen Konsequenzen der Aufdeckung von stillen Reserven oder das Auslösen von sog. Verkehrssteuern, (ii) Transaktionssicherheit sowie (iii) operationelle Machbarkeit.⁹

a) *Vermögensübertragung (Art. 69 ff. FusG)*

Bis zum Inkrafttreten des FusG war die Übertragung von Aktiven und Passiven im Rahmen einer Umstrukturierung nur durch Singularsukzession möglich, sofern eine Fusion nicht in Erwägung gezogen wurde oder werden konnte.¹⁰ Die Einführung der Art. 69 ff. FusG sollte die Übertragung von Vermögen oder Vermögensteilen generell erleichtern und vor allem Art. 181 des Bundesgesetzes vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht, OR, SR 220) ergänzen.¹¹ Ziel dieser Regelung ist es, dass die Gesellschaften und Einzelunternehmen unter Wahrung der Transparenz für die Gesellschafter, der Interessen der Gläubiger und der Rechtssicherheit Aktiven und Passiven im Wege der Universalsukzession unkompliziert und geordnet übertragen können.¹² Aufgrund des breiten Anwendungsbereichs des Art. 69 FusG, der über die Komplettierung des FusG hinausgeht, übernimmt die Vermögensübertragung auch eine generalklauselartige Funktion im Umstrukturierungsrecht und fungiert damit im Sinne eines Auffangtatbestandes für die unterschiedlichsten Fallkonstellationen.¹³

⁹ Gerhard/Hasler, 229.

¹⁰ BSK FusG-Malacrida, Art. 69, N 1.

¹¹ Botschaft des Bundesrates vom 13. Juni 2000 zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung, BBl 2000, 4337 ff., 4362; Böckli, 470; Weber, 224 ff.

¹² BBl 2000, 4361.

¹³ BSK FusG-Malacrida, Art. 69, N 3 m.w.H.

aa) Übertragung von Aktiva und Passiva

Die Übertragung von einzelnen ausgewählten oder aller Vermögenswerten und Verbindlichkeiten erfolgt bei einer Vermögensübertragung nach Art. 69 ff. FusG von Gesetzes wegen mit der Eintragung im Handelsregister. Dies hat den Vorteil, dass die für den jeweiligen Vermögensgegenstand anwendbaren spezifischen Übertragungsvorschriften nicht zu beachten sind.¹⁴ Bei den zu übertragenden Aktiven und Passiven kann es sich entweder um eine Sachgesamtheit oder auch – vorbehaltlich des Rechtsmissbrauchs – nur um einen Vermögensgegenstand handeln, was eine Besonderheit der Vermögensübertragung darstellt.¹⁵ Dies ermöglicht das sog. *Cherry Picking*, wie es auch bei der Vermögensübertragung im Wege der Singularsukzession möglich ist.¹⁶ Damit wird im FusG ein sehr liberales Konzept umgesetzt, das sich von Art. 181 OR jedoch darin unterscheidet, dass es gerade keinen „organisch in sich geschlossenen Teil“ voraussetzt.¹⁷

bb) Übertragung von Verträgen

Dem Gesetzestext zur Vermögensübertragung lässt sich nicht entnehmen, ob oder unter welchen Voraussetzungen einzelne Verträge auf den Erwerber übergehen,¹⁸ spricht insbesondere ob dies automatisch, d.h. ohne explizite oder implizite Zustimmung der jeweiligen Gegenpartei erfolgt, oder ob eine explizite Zustimmung einzuholen ist. Soweit ersichtlich, ist diese Frage auch noch nicht höchstrichterlich geklärt.¹⁹ Diese Rechtsunsicherheit hat in der Vergangenheit dazu geführt, dass in der Praxis gelegentlich auf die Anwendung der Vermögensübertragung verzichtet wurde.²⁰

Mangels eindeutiger Regelung im Fusionsgesetz und höchstrichterlicher Rechtsprechung haben sich in der Lehre drei Theorien zum Übergang von Verträgen bei der Vermögensübertragung gemäss Art. 69 ff. FusG herausgebildet.

¹⁴ Tschäni, Vermögensübertragung, 172; Vogel, 595.

¹⁵ BSK FusG-Malacrida, Art. 69, N 8.

¹⁶ Weber, 137 ff.

¹⁷ OFK FusG-Vogel, Art. 69, N 12.

¹⁸ Tschäni, Übertragung gemäss Inventar, 96.

¹⁹ Vogel/Günter, 596.

²⁰ Tschäni, Vermögensübertragung, 174.

Gemäss einer Minderheitenmeinung, die sich unter anderem auf die Materialien beruft, bedarf es für den Übergang von Vertragsverhältnissen weiterhin der Zustimmung der Gegenpartei.²¹

Einer etwas weniger weitgehenden Meinung nach, ist ein automatischer Übergang von Verträgen nur dann gerechtfertigt, wenn zwischen dem übertragenen Vermögen (sprich einem Betrieb oder Teilbetrieb) und den übergehenden Verträgen ein Zusammenhang besteht.²² Diese Argumentation basiert insbesondere auf dem Zweck des Fusionsgesetzes, wonach Umstrukturierungen erleichtert werden sollen. Geht man hier von einer funktionalen Betrachtungsweise aus, so ist zwischen Übertragungen von einzelnen Vermögensgegenständen einerseits und der Übertragung von Betrieben oder Betriebsteilen andererseits zu differenzieren. Die Übertragung von einzelnen Vermögensgegenständen ist zwar zulässig, jedoch nicht vom Zweck des Fusionsgesetzes erfasst, da diese per se nichts mit einer Fusion zu tun hat und mit dieser auch nicht vergleichbar ist.²³ Anders ist jedoch die Situation bei der Übertragung eines Betriebs oder Betriebsteils. Diese ist mit einer Fusion oder Abspaltung funktional vergleichbar, da der Übergang eines in sich geschlossenen Betriebs bzw. Betriebsteils im Vordergrund steht.²⁴ Diese Ansicht ist aus Praktikabilitätsgründen abzulehnen.²⁵ Die Pflicht zur Prüfung, ob Zustimmungen notwendig wären, würde in diesen Fällen den Handelsregistern obliegen. Diese haben jedoch im Zweifelsfall keine ausreichenden Belege, um die Betriebs- oder Betriebsteileigenschaft zu prüfen und zu beurteilen – dasselbe gilt für eine nachgelagerte Prüfung (nach Eintragung) durch die Gerichte.²⁶ Beide Varianten würden zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit führen, insbesondere was die Definition des Begriffs *Betrieb* oder *Betriebsteil* angeht.²⁷

Gemäss der inzwischen klar herrschenden Lehre (partielle Universalsukzessionstheorie) und der auch hier vertretenden Auffassung, gehen im Fall der Vermögensübertragung auch die Verträge von Gesetzes wegen auf den übernehmenden Rechtsträger über, d.h. eine Zustimmung der weiteren Vertragspar-

²¹ Comm. LFus-Bahar, Art. 69, N 10; Watter/Kägi, 236; Turin, 115.

²² Bauer, 309; siehe auch die Hinweise bei Tschäni, Übertragung gemäss Inventar, 94.

²³ Vogel/Günter, 604.

²⁴ Siehe dazu ausführlich Vogel/Günter, 604 m.w.H.

²⁵ Bauer, 357; Kunz, 812.

²⁶ Bauer, 357; für eine Prüfung durch die Handelsregister: Binder, 130.

²⁷ Bauer, 357.

teien ist grundsätzlich nicht notwendig.²⁸ Teilweise wird im Rahmen dieser Theorie vertreten, dass die zu übertragenden Verträge einzeln in den entsprechenden Transaktionsdokumenten aufgelistet werden müssen²⁹, was jedoch gemäss dem Wortlaut des Art. 71 Abs. 1 FusG nicht erforderlich ist – dieser spricht ausdrücklich nur von Arbeitsverträgen und „immateriellen Werten“ – so dass eine Übertragung ohne einzelne Auflistung möglich sein muss.³⁰ Für die partielle Universalsukzessionstheorie sprechen auch praktische Gründe. Zweck der mit dem Fusionsgesetz eingeführten Vermögensübertragung ist, dass die Vermögensgegenstände *uno actu* auf den übernehmenden Rechtsträger übergehen sollen und besondere Übertragungsvorschriften nicht zu beachten sind. Vorbehaltlich eines rechtsmissbräuchlichen Verhaltens oder anderen vertraglich verankerten Übertragungsbeschränkungen, sind die Parteien in der Übertragung des Vermögens damit grundsätzlich frei.³¹

In der Praxis kann es sich aus Rechtssicherheitsgründen dennoch empfehlen, dem entsprechenden Vertrag eine Auflistung der zu übertragenden Verträge als Anhang beizufügen. Ebenso kann sich empfehlen, insbesondere für wichtige Verträge, die Zustimmung der jeweiligen Gegenpartei einzuholen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Verträge Übertragungsbeschränkungen, wie z.B. Change of Control Klauseln oder ein Zessionsverbot, enthalten.

cc) Übertragung von Arbeitsverhältnissen

Die Übertragung von Arbeitsverhältnissen erfolgt bei der Übernahme eines „Geschäfts oder Teils davon“ in der Regel gemäss Art. 333 OR (siehe dazu ausführlich nachstehend IV.2). Im Rahmen der Vermögensübertragung wird in Art. 76 Abs. 1 FusG auf Art. 333 OR verwiesen. Allerdings wird hier in der Lehre und Literatur diskutiert, inwieweit die Arbeitsverhältnisse von Gesetzeswegen übergehen, wenn kein Betrieb oder Betriebsteil übergeht. Nach der herrschenden Meinung handelt es sich bei dem Verweis auf Art. 333 OR in Art. 76

²⁸ Vogel/Günter, 601; Bauer 311; OFK FusG-Vogel et al., Art. 73, N 26 f.; Wiegand, 84 ff.; CHK FusG-Weber, Art. 69, N 12; Komm. FusG-Amstutz/Mabillard, Einleitung N 281; Peter, 229 f.; BSK FusG-Watter/Büchi, Art. 52, N 12 ff.; Spori/Moser, 346 f.; SHK FusG-Passadelis, Art. 52, N 4; Druey/Druey Just/Glanzmann, § 21 N 77; Gersbach, 201; Weber, 138 ff.

²⁹ Vogel/Günter, 602; Peter, 229; Loser-Krogh, 1102; ZK FusG-Vischer, Einleitung N 46; SHK FusG-Frick, Art. 69, N 20; Altenburger/Calderan/Lederer, N 505 ff.; Beretta, 238 f.; zumindest *empfohlen* wird eine Aufnahme in das Inventar bei Marolda Martinez/von der Crone, 303; BSK FusG-Watter/Büchi, Art. 52, N 14; Glanzmann, 823; a.M. Komm. FusG-Amstutz/Mabillard, Einleitung N 281; Vischer, 227 f.

³⁰ Vogel/Günter, 602.

³¹ Vogel/Günter, 602.

Abs. 1 FusG um eine Sachnormverweisung³², mit der Folge, dass Bestimmungen des Art. 333 OR unabhängig davon Anwendung finden, ob ein Betrieb oder Betriebsteil übergeht.

dd) Dokumentation und Öffentlichkeit

Bei der Dokumentation der Vermögensübertragung nach Art. 69 FusG ist zu beachten, dass dieser Vorgang grundsätzlich im Handelsregister eingetragen und damit öffentlich wird. Daher werden in der Praxis häufig zwei Verträge abgeschlossen: ein „schlichter“ Übertragungsvertrag für Vollzugszwecke (Verfügungsgeschäft), der dann auch im Handelsregister publiziert wird und ein zusätzlicher Basisvertrag, der sämtliche Details betreffend die Übertragung regelt und welcher nicht zur Eintragung im Handelsregister eingereicht wird. Insoweit ist bei dem Entwurf der Dokumentation immer – soweit gesetzlich möglich – auf den Publizitätstext zu achten.

Der Übertragungsvertrag muss gemäss Gesetz ein Inventar enthalten, in dem die zu übertragenden Aktiva und Passiva eindeutig aufgeführt sind. Grundstücke, Wertpapiere und immaterielle Vermögenswerte sind einzeln aufzulisten. Selbiges gilt auch für die Arbeitsverhältnisse, welche ebenfalls einzeln aufzulisten sind.

Der Detaillierungsgrad hingegen ist gesetzlich nicht festgeschrieben. Auch besteht hierzu quasi keine Rechtsprechung. Gemäss gängiger Praxis hingegen ist der Detaillierungsgrad nicht besonders hoch. Bei Arbeitsverhältnissen sind – auch vor allem aus datenschutzrechtlichen Gründen – anonymisierte Listen ausreichend. Im Ergebnis muss der Detaillierungsgrad so ausreichend sein, dass sich Dritte (Gläubiger, Arbeitnehmer etc.) ein Bild machen können, welche Vermögenswerte übertragen werden.

Die Eintragung in das Handelsregister gibt den Parteien (und Dritten) einen hohen Grad an Gewissheit, dass aufgeführte Vermögenswerte (inkl. Verbindlichkeiten) wirksam übertragen wurden und ausgenommene Vermögenswerte nicht.

ee) Haftung

Gemäss Art. 75 Abs. 1 und 2 FusG haften die bisherigen Schuldner für die vor der Vermögensübertragung begründeten Schulden während dreier Jahre solidarisch mit dem neuen Schuldner, wobei die Ansprüche gegen den über-

³² BSK FusG-Baumgartner/Oertle, Art. 76, N 1; OFK FusG-Vogel, Art. 76, N 2, jeweils m.w.H.

tragenden Rechtsträger spätestens drei Jahre nach der Veröffentlichung der Vermögensübertragung verjähren. Wird die Forderung erst nach der Veröffentlichung fällig, so beginnt die Verjährung mit der Fälligkeit.

Gemäss Art. 75 Abs. 3 FusG müssen die an der Vermögensübertragung beteiligten Rechtsträger die Forderungen sicherstellen, wenn die solidarische Haftung vor Ablauf der Frist von drei Jahren entfällt oder die Gläubigerinnen und Gläubiger glaubhaft machen, dass die solidarische Haftung keinen ausreichenden Schutz bietet. Anstatt eine Sicherheit zu leisten, können an der Vermögensübertragung beteiligte Rechtsträger die Forderung erfüllen, sofern die anderen Gläubigerinnen und Gläubiger nicht geschädigt werden.

Die in Art. 75 FusG verankerte solidarische Haftung und mögliche Pflicht zur Sicherstellung kann als Antwort darauf verstanden werden, dass die Vermögensübertragung Art. 175 ff. OR durchbricht, da sie insofern keine Zustimmung zum Schuldnerwechsel verlangt und die Gläubiger sonst insoweit dem Risiko eines Schuldners mit geringerer Bonität ausgesetzt wären.³³ Dabei ist zu beachten, dass die Solidarhaftung nur für diejenigen Schulden gilt, die vor der Vermögensübertragung begründet wurden und gestützt auf das Inventar im Rahmen der Vermögensübertragung auf den übernehmenden Rechtsträger übergehen. Sofern es sich um Dauerschuldverhältnisse handelt, ist zu präzisieren, dass die Haftung nur bis dem Zeitpunkt übernommen werden kann, zu dem das Dauerschuldverhältnis erstmals ordentlich gekündigt werden kann.³⁴ Schulden können nur dann übernommen werden, wenn diese explizit mit dem Inventar auf den übernehmenden Rechtsträger übergegangen sind.³⁵ Nach herrschender Meinung und Lehre verbleiben die Schulden sonst gemäss Art. 72 FusG analog bei dem übertragenden Rechtsträger.³⁶ Die Regeln zur Vermögensübertragung erlauben daher mit Bezug auf übergehende Verbindlichkeiten ein *cherry picking*.³⁷

b) *Singularsukzession*

Art. 181 Abs. 4 OR sieht vor, dass die Übernahme des Vermögens oder eines Geschäfts von im Handelsregister eingetragenen Rechtsträgern nach den Bestimmungen des Fusionsgesetzes übertragen werden, so dass man sich auf den Standpunkt stellen könnte, dass eine Singularsukzession in solchen Fällen

³³ OFK FusG-Vogel, Art. 75, N 1.

³⁴ OFK FusG-Vogel, Art. 75, N 4.

³⁵ OFK FusG-Vogel, Art. 75, N 5.

³⁶ BSK FusG-Malacrida, Art. 72, N 3; Turin, 152; von der Crone et al., N 931; a.M. ZK FusG-Beretta, Art. 72, N 4.

³⁷ Weber, 138.

nicht mehr möglich ist. Gemäss herrschender Lehre kann das Vermögen oder ein Geschäft jedoch weiterhin auf dem Weg der Singularsukzession übertragen werden.³⁸

Obwohl auf den ersten Blick die Singularsukzession im Vergleich zur Vermögensübertragung als aufwändiger erscheint, wird sie in der Praxis dennoch weiterhin oft verwendet.³⁹ Für den Weg der Singularsukzession können zum Beispiel steuerliche Gründe, die geringere Publizität sowie die im Vergleich zur gesetzlichen Solidarhaftung bei Vermögensübertragungen grössere Flexibilität bei der Haftung sprechen.

aa) Übertragung von Aktiva und Passiva

Bei der Singularsukzession ist jeder Vermögenswert (und jede Verbindlichkeit) einzeln, nach den für ihn anwendbaren Übertragungsvorschriften zu übertragen. Dies bedeutet, dass für alle zu übertragenden Vermögensgegenstände die kauf- und sachrechtlichen Voraussetzungen vorliegen damit die Vermögensgegenstände wirksam übertragen werden. So müssen z.B. bestimmte Immaterialgüterrechte, wie z.B. Patente oder Patentanmeldungen, schriftlich abgetreten werden, sofern die spezialgesetzlichen Vorschriften keine anderweitige Regelung vorsehen. Des Weiteren sollte der Erwerber bei Patenten oder Marken sich im entsprechenden Register als neuer Eigentümer eintragen lassen. Ansonsten kann er gegenüber einem gutgläubigen Dritten seine Eigentümerstellung nicht geltend machen (Art. 33 Abs. 4 PartG). Urheberrechte hingegen können formlos übertragen werden. Forderungen, wie z.B. Debitoren und Aktivdarlehen müssen in Schriftform übertragen werden. Die Vereinbarung betreffend die Übertragung beweglicher Sachen bedarf keiner besonderen Form. Vielmehr ist der Besitz an den beweglichen Sachen zu übertragen (Art. 714 ZGB).

bb) Übertragung von Verträgen

Wie bereits erläutert, erscheinen Verträge in der Bilanz weder als Aktiva noch als Passiva. Auch sind Vertragsübernahmen grundsätzlich im Schweizer Recht nicht vorgesehen.⁴⁰ Eine Übertragung eines Vertrags bedarf daher grundsätzlich der Zustimmung der jeweils anderen Vertragspartei. Die Zustimmung der jeweils anderen Vertragspartei kann auf unterschiedliche Weise eingeholt werden. Einerseits kann die Zustimmung zur Übertragung des Vertrags (mit

³⁸ Tschäni, Vermögensübertragung, 175.

³⁹ Tschäni/Diem/Wolf, 165.

⁴⁰ Koller, Vertragsschluss, 70 ff.; Furrer/Müller-Chen, 57 ff.

schuldbefreiender Wirkung) explizit ausgesprochen werden (z.B. schriftlich oder mündlich). Andererseits kann eine solche Zustimmung auch konkludent erteilt werden.

Bei der konkludenten Zustimmung kann wiederum unterschieden werden, zwischen einer konkludenten Zustimmung durch aktives Handeln einerseits, welches gleichzeitig eine Willensäußerung mitenthält oder auf eine solche ausgerichtet ist und eine solche nach dem Willen des sich Äussernden auch enthalten soll⁴¹ oder durch eine stillschweigende Genehmigung, wonach ein passives Verhalten nach Treu und Glauben als Willensäußerung qualifiziert werden kann.⁴² Eine konkludente Zustimmung durch aktives Handeln kann zum Beispiel dann angenommen werden, wenn die andere Vertragspartei die Waren auch bei der neuen Vertragspartei, mithin beim übernehmenden Rechtsträger bestellt oder Zahlungen an diesen überweist. Um in der Praxis Rechtssicherheit zu schaffen, werden bei Carve-out Transaktionen, die im Wege der Singularsukzession erfolgen, die Vertragspartner regelmässig über den Übergang der Verträge schriftlich informiert. Dieses Schreiben wird zusätzlich ergänzt durch einen Passus, wonach der Vertrag als übergegangen gilt, sofern sich binnen einer bestimmten Frist die betroffene Vertragspartei nicht dazu äussert.⁴³ Somit wird in diesen Informationsschreiben zunächst die konkludente Zustimmung verlangt. Sofern diese nicht erteilt wird, schafft dieser zusätzliche Passus Rechtssicherheit, dass der ausgegliederte Geschäftsbereich seinen Geschäftsbetrieb wie bisher weiterführen kann.

Sind die Verträge von besonderer Bedeutung für den ausgegliederten Betrieb bzw. Betriebsteil, so empfiehlt sich das vorgenannte Vorgehen, mithin die Annahme einer konkludenten oder stillschweigenden Zustimmung, in der Regel nicht. Vielmehr sollte in der Regel in solchen Fällen die explizite Zustimmung des Vertragspartners eingeholt oder schriftliche Übertragungsverträge zwischen sämtlichen beteiligten Parteien geschlossen werden, mithin eine Vertragsübernahme mit schuldbefreiender Wirkung.⁴⁴ Für den Fall, dass die Übertragung nicht wie von den Parteien angenommen möglich ist, weil z.B. eine Partei ihre Zustimmung verweigert, vereinbaren Veräusserer und Erwerber regelmässig, dass sie sich im Innenverhältnis so stellen, als wäre der Vertrag übertragen worden.

⁴¹ BSK OR I-Zellweger-Gutknecht, Art. 1, N 3 ff.

⁴² BSK OR I-Zellweger-Gutknecht, Art. 1, N 17 ff.

⁴³ Tschäni/Diem/Wolf, N 218.

⁴⁴ Tschäni/Diem/Wolf, N 218.

cc) Übertragung von Arbeitsverhältnissen

Die Übertragung eines Geschäftsbereichs und von Arbeitnehmern bzw. deren Arbeitsverhältnissen im Wege einer Singularsukzession stellt den klassischen Anwendungsbereich des Art. 333 OR dar, so dass für die weiteren Ausführungen auf [IV.2.](#) verwiesen wird.

dd) Dokumentation und Öffentlichkeit

Die Dokumentation der Vermögensübertragung im Wege der Singularsukzession besteht in der Regel aus einem Rahmenvertrag als Grundgeschäft. Die einzelnen Übertragungstatbestände werden in separaten Übertragungseinbarungen festgehalten, die in der Regel zum Zeitpunkt des Vollzugs des Carve-outs unterzeichnet werden. Damit wird der Rahmenvertrag entlastet und es können die besonderen Voraussetzungen der verschiedenen Übertragungstatbestände übersichtlicher dokumentiert werden. Zudem besteht somit auch die Möglichkeit, dass etwaige Übertragungstatbestände, die ausländischem Recht unterliegen, übersichtlich darzustellen. In Abhängigkeit der Eigenschaft des Vermögensgegenstandes kann die Übertragung besser (z.B. bei Patenten oder Marken) oder weniger gut (Verschaffung des Besitzes) dokumentiert werden.

Mit Blick auf einen Verkauf des Carved-out Business bzw. auf einen späteren Exit sollte die Dokumentation jedoch so genau wie möglich erfolgen. Dies vor allem deswegen, weil der ausgegliederte Geschäftsteil in der Regel zu irgendeinem Zeitpunkt einer Due Diligence unterzogen wird und im Rahmen dieser auch der Carve-out geprüft wird. Es besteht ansonsten die Gefahr, dass es Lücken in der Due Diligence gibt, die sich nachteilig auf die Vertragsgestaltung bzw. den Inhalt des Kaufvertrags auswirken können. Gleichzeitig können sich diese „Lücken“ in der Due Diligence auch nachteilig auf den Umfang einer W&I Versicherung auswirken, da die W&I Versicherung solche „Lücken“ häufig nicht versichern möchte. Im Vergleich dazu bietet der Weg der Vermögensübertragung Vorteile, da die Übertragung von Gesetzes wegen erfolgt und mit Eintragung im Handelsregister belegt ist.

ee) Haftung

Die Singularsukzession kennt keine solidarische Haftung der involvierten Parteien mit Ausnahme der gemeinsamen Haftung nach Art. 333 OR für Forderungen aus dem Arbeitsverhältnis, sofern diese vor dem Übergang entstanden sind und auch nur bis zum Zeitpunkt der ersten möglichen ordentlichen Kündigung. Die Haftung richtet sich grundsätzlich nach dem allgemeinen Ver-

tragsrecht, wird jedoch in der Praxis im Rahmenvertrag und/oder den einzelnen Übertragungsverträgen, unter Abbedingung bestimmter Regelungen aus dem OR (wie z.B. Verjährungsvorschriften oder der Mängelrüge), explizit zwischen den Parteien geregelt.

c) *Zusammenfassung*

Die wesentlichsten Unterschiede zwischen der Vermögensübertragung gemäss Art. 69 ff. FusG und der Singularsukzession lassen sich wie folgt zusammenfassen:

	Vermögensübertragung (Art. 69 ff. FusG)	Singularsukzession
Übertragung von Aktiva und Passiva	Übertragung einzelner oder aller Vermögenswerte (inkl. Verbindlichkeiten) v.G.w. mit Eintragung im HR. Grundsätzlich nicht erforderlich, für jeden Vermögenswert (ausg. Immobilien) spezifische Übertragungsvorschriften zu beachten. „Cherry Picking“ grundsätzlich möglich (inkl. „Excluded Assets / Liabilities“).	Jeder Vermögenswert (inkl. Verbindlichkeit) ist separat gem. spezifischen Übertragungsvorschriften zu übertragen (z.B. Übertragung Besitz, Abtretung von Rechten, Zustimmung von Gläubigern, u.U. Eintragung in Immaterialgüterregister usw.).
Dokumentation	Übertragungsvertrag, der ins HR eingetragen wird. In der Praxis oft zusätzlich ein (detaillierter) Basisvertrag, der nicht ins HR eingetragen wird. Mit Eintragung im HR erhalten Parteien (und Dritte) hohen Grad an Gewissheit, dass aufgeführte Vermögenswerte (inkl. Verbindlichkeiten) wirksam übertragen wurden (und ausgenommene nicht).	Oft Rahmenvertrag als Grundgeschäft. Für Vollzug individuelle Übertragungsvereinbarungen / Verfügungsgeschäfte, Mitteilungen und Bestätigungen / Zustimmungen (ausdrücklich oder stillschweigend). U.U. schwierig, die tatsächliche Übertragung zu dokumentieren (z.B. im Rahmen einer späteren Due-Diligence-Prüfung).

	Vermögensübertragung (Art. 69 ff. FusG)	Singularsukzession
Haftung	Solidarische Haftung von Veräußerer und Erwerber für übertragene Verbindlichkeiten für 3 Jahre und solidarische Haftung für Forderungen der Arbeitnehmer (siehe nachstehend). Gläubiger können unter bestimmten Voraussetzungen Gewährung einer Sicherheit für Forderungen verlangen, z.B. wenn übertragender Rechtsträger liquidiert wird.	Keine solidarische Haftung des Veräußerers und des Erwerbers (ausser für Forderungen der Arbeitnehmer).
Detaillierungsgrad der Aktiva und Passiva	Übertragungsvertrag muss laut Gesetz ein Inventar enthalten, in dem zu übertragende Aktiva und Passiva eindeutig aufgeführt sind: Grundstücke, Wertpapiere und immaterielle Vermögenswerte sind einzeln aufzulisten, sowie eine Liste der zu übertragenden Arbeitsverhältnisse. In der Praxis (gem. Lehre; keine Rechtsprechung) ist der Detaillierungsgrad nicht besonders hoch (z.B. anonymisierte Listen), er sollte Dritten (Gläubigern, Arbeitnehmern etc.) ermöglichen zu verstehen, welche Vermögenswerte (inkl. Verbindlichkeiten) übertragen werden.	Die zu übertragenden Aktiva und Passiva müssen im Vertrag „identifizierbar“ sein, d.h. ähnlich wie bei Vermögensübertragung.
Übertragung von Verträgen	Gem. h.L. v.G.w., d.h. keine Zustimmung erforderlich. In der Praxis wird häufig zumindest an wichtige Gegenparteien oder wenn Verträge ausdrückliche Übertragungsbeschränkungen enthalten ein Benachrichtigungsschreiben mit Genehmigungsfiktion (sofern kein Widerspruch) versandt. Bei vertraglichen Abtretungsverbotsklauseln und anderen Beschränkungen ist eine Einzelfallprüfung erforderlich.	I.d.R. Zustimmung der Gegenpartei erforderlich. In der Praxis oft Benachrichtigungsschreiben mit Genehmigungsfiktion sofern kein Widerspruch. Bei wichtigen Verträgen ausdrückliche Zustimmung zur (wenn möglich schuldbefreienden) Übertragung.

	Vermögensübertragung (Art. 69 ff. FusG)	Singularsukzession
Öffentlichkeit	Übertragungsvertrag (inkl. Listen der übertragenen Aktiva und Passiva, etc.) öffentlich (HR). In der Praxis relativiert durch Aufteilung in Basisvertrag (vertraulich) und Vertrag mit z.T. anonymisierten Listen, die beim HR eingereicht wird. Öffentlichkeit kann auch ein Vorteil sein (z.B. aus Sicht Erwerber bei ausdrücklicher Aufnahme von „ <i>excluded liabilities</i> “).	Nicht öffentlich.
Übertragung Arbeitsverhältnisse	<p>I.d.R. Übertragung eines „Geschäfts oder Teils davon“ i.S.v. Art. 333 OR (wobei für die Anwendbarkeit von Art. 333 OR im Rahmen von Art. 69 FusG gem. Art 76 FusG nicht notwendig ist, dass ein „Betrieb“ oder „Betriebsteil“ übergeht). Infolgedessen gehen alle Arbeitsverträge mit allen Rechten und Pflichten ab Übergangsdatum automatisch auf Erwerber über. Gemäss Art. 333 Abs. 1 OR kann der Arbeitnehmer den Übergang ablehnen mit der Folge, dass das Arbeitsverhältnis auf den Ablauf der gesetzlichen (nicht vertraglichen) Kündigungsfrist endet.</p> <p>Solidarische Haftung des bisherigen Arbeitgebers und des Erwerbers des Betriebes für Forderungen des Arbeitnehmers, die vor Übergang fällig geworden sind und die nachher bis zum Zeitpunkt fällig werden, auf den das Arbeitsverhältnis ordentlich beendet werden könnte oder bei Ablehnung der Übertragung durch den Arbeitnehmer beendet wird.</p> <p>Besondere Vorschriften gelten, wenn im Zusammenhang mit einem Übergang oder zu einem späteren Zeitpunkt ein Personalabbau erfolgt und dieser Abbau eine Massentlassung nach schweizerischem Recht darstellt.</p>	

3. Planung und Zeitpunkt von Carve-out Transaktionen – Pre- oder Post Packaging?

Damit eine Carve-out Transaktion erfolgreich umgesetzt werden kann, bedarf es bereits weit im Vorfeld einer sorgfältigen Planung. Je nach Komplexität kann sich die Planungs- und Umsetzungsphase auch über mehrere Jahre hinweg erstrecken. Einer der Hauptgründe hierfür ist insbesondere, dass ein Carve-out unterschiedlichste Bereiche umfasst und daher all diese Bereiche abgedeckt werden sollten. Hierzu gehören unter anderem Themen wie das operative Geschäft, Finanzzahlen, Steuern, Recht und HR (einschliesslich Pensionen und ESOP). Darüber hinaus sind operationelle und finanzielle Modelle zu simulieren. Danach erfolgt in der Regel die Strukturierung aus steuerlicher und rechtlicher Sicht. Sodann kann mit der Umsetzung der Dokumente be-

gonnen werden. Bei der Planung ist auch zu berücksichtigen, dass für potentielle Erwerber des Carved-out Business sicherzustellen ist, dass das Carve-out Geschäft eigenständig und zu finanziell absehbaren Konditionen geführt werden kann.

Auf zeitlicher Schiene und mit Blick auf die Strukturierung kann zwischen dem Pre-Packaging Carve-out und dem Post(-Signing) Packaging Carve-out unterschieden werden. Im Folgenden werden beide Varianten einschliesslich ihrer Vor- und Nachteile beschrieben.

a) *Pre-Packaging*

Beim Pre-Packaging wird die interne Ausgliederung des betroffenen Unternehmensteils bereits vor der Unterzeichnung einer Transaktionsvereinbarung, ja sogar vor Beginn der eigentlichen Transaktion geplant und vollzogen. Die gesamte Carve-out Struktur wird somit primär vom bisherigen Eigentümer festgelegt und zwar so, wie es für diesen steuerlich und strukturell am besten erscheint und wie es für ihn auch strategisch sinnvoll ist. Somit bestimmt also bei Pre-Packaging der Veräusserer den Carve-out Gegenstand. Für den Erwerber ist somit von Beginn an bekannt, um welches Transaktionsobjekt es sich handelt. Damit lässt sich die Due Diligence in Bezug auf diesen – bereits separierten – Geschäftsbereich beschränken. Der Veräusserer wird regelmässig dafür sorgen, dass die Dokumentation für das Carved-out Business soweit möglich auf einer stand-alone Basis vorliegt.

Das Pre-Packaging bietet dadurch grundsätzlich eine höhere Transaktionsicherheit und die Transaktionsdokumente mit dem Erwerber müssen den Carve-out Prozess nicht mehr abbilden. Sofern ein Pre-Packaged Carve-out sorgfältig vorbereitet und dokumentiert ist, kann dies eine Veräusserung und den Vollzug erheblich beschleunigen, insbesondere wenn das Pre-Packaging im Wege einer neugegründeten Tochtergesellschaft erfolgt, die dann mittels Share Deal auf den Erwerber übergeht bzw. an der Börse kotiert werden kann.⁴⁵

Allerdings bringt das Pre-Packaging auch eine geringere Flexibilität mit sich. Dies zeigt sich einerseits darin, dass auf Anforderungen oder Präferenzen eines möglichen (im Zeitpunkt des Pre-Packaging möglicherweise nicht einmal bekannten) Erwerbers mit Bezug auf das Carved-out Business und die Strukturierung der Transaktion nicht mehr oder nur noch in einem geringen Umfang eingegangen werden kann. Somit ist bei einem Pre-Packaged Deal die Verhandlung massgeschneiderter Pakete quasi nicht mehr möglich. Des Wei-

⁴⁵ Vogel, 218.

teren ist bei einem Pre-Packaged Deal, bei dem die Ausgliederung sozusagen auf Vorrat im Voraus erfolgt, die Vertraulichkeit der beabsichtigten Carve-out Transaktion kaum noch zu wahren. Dies kann insbesondere dann ein Nachteil sein, wenn in der Folge die Carve-out Transaktion nicht zustande kommt. Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten werden verunsichert. Zudem bleibt der Veräusserer auf den für den Carve-out angefallenen Kosten sitzen. Diese Kosten beinhalten nicht nur Beraterkosten, sondern möglicherweise auch erhebliche interne Kosten. Das Vollzugsrisiko liegt folglich länger beim Veräusserer als es bei dem Post-Packaged Deal in der Regel der Fall ist. Der längere Prozess oder – in Abhängigkeit der Strukturierung – die mehrfache Übertragung des Geschäftsteils, kann auch dazu führen, dass mehrfache Bewilligungsverfahren zu durchlaufen sind.

Aufgrund der genannten Vor- und Nachteile bietet sich ein Pre-Packaged Deal vor allem bei Carve-outs an, bei denen der auszugliedernde Unternehmensteil als selbständiges Unternehmen an der Börse kotiert werden soll. Bei Carve-outs in Form von Verkäufen (oder *Dual Track Transaktionen*)⁴⁶ ist oft eine Post-Packaging Struktur vorteilhaft.

b) *Post-Packaging*

Die zweite gängige Variante wie ein Carve-out auf der zeitlichen Schiene organisiert werden kann, ist das sog. Post-Packaging. Anders als beim Pre-Packaging erfolgt beim Post-Packaging die Trennung des Geschäftsbereichs bzw. der Geschäftsbereiche erst nach Unterzeichnung eines Kaufvertrages oder einer Transaktionsvereinbarung. Da zunächst die Gespräche mit einem oder mehreren potentiellen Erwerbern erfolgen, bevor die (finalen) Carve-out Parameter festgelegt werden, eröffnet diese Variante deutlich mehr Flexibilität auf beiden Seiten. Etwaige Präferenzen und Anforderungen des Erwerbers können entsprechend in der Strukturierung der Carve-out Transaktion berücksichtigt werden.

Mit dieser Flexibilität geht jedoch auch mehr Komplexität im Transaktionsprozess einher. Zunächst müssen die genauen Bestandteile des auszugliedernden Geschäftsbereichs ermittelt und in den Transaktionsdokumenten festgelegt werden. Diese Bestandteile werden dann am Vollzug auf den Erwerber übertragen. Der Umstand, dass die Aufteilung auf Papier parallel zu den Gesprächen und den Verhandlungen erfolgt, kann zulasten des Umfangs und der Tiefe der Due Diligence gehen. Oft wird noch kein Carve-out Abschluss vorliegen und die genaue Zuteilung der Aktiven und Passiven ist noch nicht er-

⁴⁶ Weber/Candreira, 69 ff.

folgt, was insbesondere bei solchen, die auch nach Vollzug noch vom herausgelösten Unternehmen benötigt werden, eine Herausforderung darstellt. Des Weiteren führt dies auch zu einer komplexeren Bestimmung des Kaufpreises und führt bei Kaufpreisanpassungen häufig zu Schwierigkeiten. Wird die Carve-out Transaktion im Rahmen einer Auktion durchgeführt, so sind die Angebote bei einem Post-Packaging Deal weniger vergleichbar, es sei denn, die „Wünsche“ der Erwerber bleiben bei der Bestimmung der Aktiven und Passiven, welche zum auszugliedernden Geschäftsteil gehören, unberücksichtigt.

c) Zusammenfassung

Die wesentlichsten Vor- und Nachteile der Pre- und Post-Packaging Strukturierung lassen sich wie folgt zusammenfassen:

	Pre-Packaging	Post-Packaging
Vorteile	<p>Aus Sicht des Veräusserers selbständige Definition des Carved-out Business („<i>fait accompli</i>“, weniger „<i>cherry picking</i>“ durch Erwerber);</p> <p>Mehr Sicherheit bei Due Diligence (<i>legal, operational, financial, tax</i>), inkl. mit Bezug auf Erstellung Finanzzahlen;</p> <p><i>Deal Certainty</i>: Einfacher und rascher Vollzug (z.B. für Carve-outs in Form von Börsengängen praktisch zwingend).</p>	<p>Grössere Flexibilität, um auf unterschiedliche Anforderungen von Erwerbern mit Bezug auf Strukturierung und Umfang des Carved-out Business eingehen zu können (z.B. in Auktionen oder bei grenzüberschreitenden Carve-outs Möglichkeit, Übertragungen mit Bezug auf lokalen Veräusserer/Erwerber und Übertragungsform (<i>share deal, asset deal, reverse asset deal</i>) individuell zu gestalten);</p> <p>Aus Sicht Erwerber grössere Möglichkeit auf Carve-out Dokumentation zu Einfluss nehmen (z.B. „<i>excluded assets</i>“, „<i>excluded liabilities</i>“ etc. nicht nur in Transaktionsvertrag, sondern auch in Dokumenten, mit denen Separierung technisch vollzogen wird);</p> <p>Längere Vertraulichkeit.</p>

	Pre-Packaging	Post-Packaging
Nachteile	<p>Geringere Flexibilität, um auf unterschiedliche Anforderungen von Erwerbern mit Bezug auf Strukturierung und Umfang des Carved-out Business eingehen zu können (i.e. Verhandlung „massgeschneiderter Pakete“);</p> <p>Vertraulichkeit bereits in Vorbereitungszeit kaum mehr zu wahren. Wenn Transaktion nicht zustande kommt, unnötige Kosten / Steuern, Verunsicherung der Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten etc. (d.h. „execution risk“ bleibt länger beim Veräußerer);</p> <p>Unter Umständen längerer Prozess (z.B. Zeit, um für Vollzug notwendige Bewilligungen einzuholen, kann nicht für Umsetzung der Separierung verwendet werden; unter Umständen mehrfache Bewilligungsverfahren).</p>	<p>Höhere Komplexität: Die genauen Bestandteile des auszugliedernden Geschäfts müssen zuerst ermittelt, im Transaktionsvertrag (verhandelt und) definiert und zuletzt im Rahmen des Vollzugs durch „Herausschneiden“ aus dem vom Veräußerer betriebenen Gesamtunternehmen übertragen werden;</p> <p>Weniger Klarheit bei Due Diligence und Finanzzahlen sowie erhöhte Komplexität bei Kaufpreisbestimmung und -anpassung; in Auktionen Vergleichbarkeit der Angebote unter Umständen schwieriger (abweichende Perimeter);</p> <p>Reaktion von Mitarbeitern, Kunden, Lieferanten etc. weniger absehbar.</p>

III. Vollzugsformen der Carve-out Transaktion

Eine Carve-out Transaktion kann auf unterschiedlichen Wegen vollzogen werden. In der Praxis dominieren die Veräußerung an einen Dritten auf privatem Wege ([III.1.](#)) sowie die Kotierung des Carve-out Bereichs ([III.2.](#)), welche im Folgenden näher erläutert werden.

i. Veräußerung an einen Dritten auf privatem Weg

Das Carved-out Business kann an einen Dritten auf Basis eines Share Deals, Asset Deals oder einer Kombination aus Share Deal und Asset Deal veräußert werden. Sofern es sich um einen Post-Packaged Deal handelt, sollte idealerweise dem Transaktionsvertrag im Anhang ein Plan beigelegt werden, der die einzelnen Schritte, welche zwischen Unterzeichnung und Vollzug vorzunehmen sind, detailliert festhält. Sofern es die Zeit und die vorhandenen Informationen zulassen, ist es empfehlenswert, bereits die Entwürfe der Ausgliederungsdokumente vorzubereiten und diese ebenfalls den Transaktions-

dokumenten bei Unterzeichnung des Hauptvertrages hinzuzufügen. Im Fall des Pre-Packaging ist dies nicht notwendig – hier ist in der Regel ein (einfacher) Aktienkaufvertrag ausreichend.

Die Transaktionsvereinbarungen für Carve-outs sind unter anderem aus Steuergründen komplexer, da z.B. die Veräusserungserlöse oder die zu erwerbenden Gegenstände auf Ebene Veräusserer/Erwerber auf unterschiedliche Gruppengesellschaften aufzuteilen sind. In solchen Fällen ist die Transaktionsvereinbarung häufig eine Art Rahmenvertrag mit möglicherweise mehreren Veräusserern und Erwerbern (der jeweils selben Gruppe). Der Vollzug erfolgt dann unter Umständen durch Unterzeichnung und Vollzug von sogenannten Transfer Agreements (kombinierter Share Deal/Asset Deal).

Bei der Veräusserung an einen Dritten auf privatem Weg sind die wichtigen Verhandlungspunkte in der Praxis regelmässig: (i) die Definition des übergehenden Geschäfts, (ii) die Prinzipien für die Erstellung der Carve-out Financials und Closing Accounts (siehe dazu [IV.1](#)), (iii) der Umgang mit Shared Assets, (iv) Transitional Service / Master Service bzw. Supply Agreements (siehe dazu [IV.4](#)), (v) Pensions und (vi) Gewährleistungen und Freistellungen einschliesslich W&I Versicherung.

2. Kotierung des Carved-out Business

Carve-outs im Wege der Kotierung des ausgegliederten Geschäftsteils folgen in der Praxis typischerweise in einer der folgenden Strukturen:

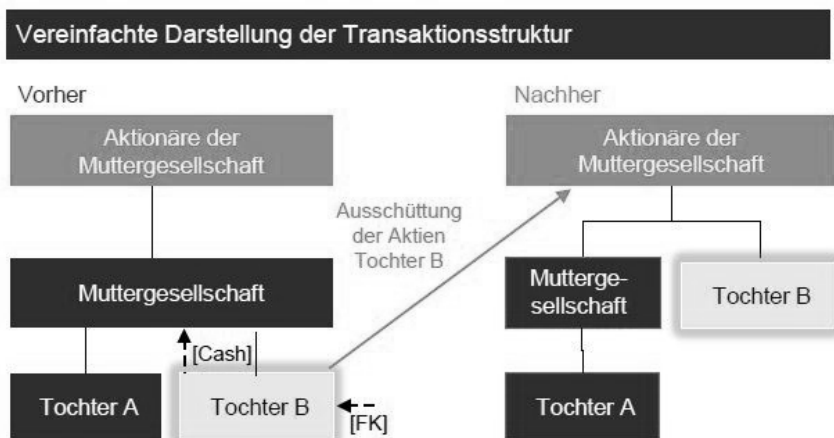
- Standalone Carve-out: Die Aktien des auszugliedernden Unternehmens werden an der Börse kotiert und den Aktionären des ausgliedernden Unternehmens mittels Ausschüttung zugeteilt. Das ist die üblichste Form des Carve-outs im Wege der Kotierung ([III.2.a](#)).
- Als Untervariante zum Standalone Carve-out erhalten die Aktionäre vom ausgliedernden Unternehmen statt Aktien *handelbare Rechte zum Erwerb* von Aktien des neu kotierten ausgegliederten Unternehmens ([III.2.b](#)).
- IPO einer Tochter: Eine Gesellschaft bringt ihr Tochterunternehmen an die Börse und platziert einen Teil oder alle Aktien im Markt. Die bisherigen Aktionäre halten weiterhin nur Aktien *eines* Unternehmens ([III.2.c](#)).
- Carve-out i.V.m. einem öffentlichen Angebot: Diese Struktur kombiniert den Carve-out und die Kotierung eines Unternehmensteils mit dem Verkauf des Restunternehmens, d.h. bei Vollzug erhalten die bisherigen Aktionäre Aktien am neukotierten ausgegliederten Unternehmensteil und die Gegenleistung für Andienung der Aktien des Restunternehmens im öffentlichen Angebot ([III.2.d](#)).

In allen vier Varianten ist denkbar, dass die auszugliedernde und zu kotierende Gesellschaft im Zusammenhang mit der Kotierung zur Stärkung ihrer Kapitalbasis zusätzliches Eigen- und/oder Fremdkapital aufnimmt.

a) *Standalone Carve-out*

Bei einem Standalone Carve-out erfolgt die Kotierung und die Ausschüttung der Aktien des auszugliedernden Unternehmens durch das ausgliedernde Unternehmen an dessen bestehende Aktionäre. Dies hat zur Folge, dass die Aktionäre der Muttergesellschaft im Ergebnis Aktien beider Unternehmen halten, nämlich die der Muttergesellschaft und im Beispiel unten der Tochter B.

Der Standalone Carve-out lässt sich vereinfacht wie folgt darstellen:



Quelle: Präsentation der Credit Suisse

Die rechtliche Umsetzung der Ausschüttung der Aktien des auszugliedernden Unternehmens kann auf drei unterschiedlichen Wegen erfolgen:

- Sachdividende (bzw. Ausschüttung von Reserven aus Kapitaleinlagen) ([III.2.a\)aa](#));
- Kapitalherabsetzung ([III.2.a\)bb](#)); oder
- Spaltung nach Art. 29 ff. FusG ([III.2.a\)cc](#)).

aa) Ausschüttung im Wege einer Sachdividende

Die Ausschüttung von Aktien der auszugliedernden Tochter im Wege einer Sachdividende ist relativ unkompliziert und deren Umsetzung erfolgt nach den allgemeinen Regeln über die Dividende (Art. 660, 675 OR), so dass auch in dieser Konstellation darauf zu achten ist, dass die Sachdividende nur aus dem Bilanzgewinn und aus hierfür gebildeten Reserven ausgeschüttet werden dürfen (vgl. Art. 675 Abs. 2 OR). In Abhängigkeit von der bestehenden Konzern- und der gewünschten Zielstruktur kann dieser Ausschüttung noch eine Übertragung von Betriebsteilen auf eine (neugegründete) Tochtergesellschaft vorgelagert sein (so z.B. bei der Abspaltung von Immobilien und weiteren nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerten der Mövenpick Holding im Jahr 2004)⁴⁷.

Diese Variante wird häufig dann gewählt, wenn die Muttergesellschaft über ausreichend Eigenmittel und Liquidität verfügt.⁴⁸ Grundsätzlich können mit dieser Variante der Ausschüttung unter Umständen negative Steuerfolgen in der Schweiz bzw. mit Bezug auf die Schweiz vermieden werden. Dies ist jetzt immer eine Einzelfallentscheidung und das Einholen eines den Sachverhalt darstellenden Tax Rulings ist unbedingt zu empfehlen.

Im Anschluss an die Ausschüttung der Aktien im Wege einer Sachdividende kann dann die abgespaltene Tochter kotiert (oder auch an einen Dritten veräussert) werden. Anders als bei einem direkten Verkauf des Carve-out Geschäftsbereichs (Tochter B in obiger Darstellung) durch die Muttergesellschaft erfolgt der Liquiditätszufluss bei den Aktionären der Muttergesellschaft und nicht bei der Muttergesellschaft selbst. In Folge der Spaltung sinkt das Eigenkapital der Muttergesellschaft, wohingegen es bei einem Verkauf der Tochtergesellschaft im Ausmass des Buchgewinns steigen würde.⁴⁹

Die Ausschüttung im Wege der Sachdividende ist die in der Praxis am weitesten verbreitete Variante.

bb) Ausschüttung im Wege der Kapitalherabsetzung

Alternativ kann die Ausschüttung auch im Wege einer ordentlichen Kapitalherabsetzung erfolgen (Art. 653j OR) oder im Wege der Ausnutzung des Kapitalbandes (Art. 653s OR). Für beide Varianten gilt jedoch die Publikationspflicht (Art. 653k OR bzw. Art. 653u iVm. Art. 653k OR).

⁴⁷ Watter/Büchi, 164.

⁴⁸ Watter/Büchi, 165.

⁴⁹ Watter/Büchi, 165.

Dabei ist insbesondere zu beachten, dass gemäss Art. 653k Abs. 1 OR der Verwaltungsrat die Gläubiger darauf hinweisen muss, dass sie unter Anmeldung ihrer Forderungen Sicherstellung verlangen können. Dieses Publizitätselement, auch wenn es lediglich die Kapitalherabsetzung betrifft, kann bei Carve-out Transaktionen von Nachteil sein.

Bei der Ausschüttung im Wege der Kapitalherabsetzung können – wie bei der Ausschüttung im Wege der Sachdividende – mögliche negative Steuerfolgen in der Schweiz vermieden werden, vorbehaltlich eines vom Einzelfall abhängigen positiven Tax Rulings. In der Praxis finden sich einige wenige Carve-out Transaktionen, die mittels einer Kapitalherabsetzung strukturiert wurden, wie zum Beispiel Centerpulse, BT&T Life und Medisize.

cc) Ausschüttung im Wege der Spaltung

Die Spaltung nach Art. 29 ff. FusG ist ein recht kompliziertes Verfahren, das unter anderem ein qualifiziertes Mehr der Generalversammlung voraussetzt (Art. 43 Abs. 2 FusG iVm Art. 18 Abs. 1, 3, 4 und 6 FusG) sowie die Einhaltung bestimmter Fristen und weiterer Pflichten. Die umfangreiche Dokumentation muss gemäss den Vorgaben der Art. 36 ff. FusG erstellt werden.

Darüber hinaus sieht das FusG Konsultationspflichten der Arbeitnehmervertretung in Art. 50 FusG iVm Art. 28 FusG vor. Hinzu kommt aus Gläubigerschutzgründen eine Informationspflicht i.S.v. Art. 45 FusG, wonach die an der Spaltung beteiligten Gesellschaften im Schweizerischen Handelsamtsblatt dreimal darauf hingewiesen werden, dass sie unter Anmeldung ihrer Forderungen Sicherstellung verlangen können. Die Gläubiger haben dies innerhalb von zwei Monaten nach der Aufforderung gegenüber den an der Spaltung beteiligten Gesellschaften zu kommunizieren. Sobald ein Gläubiger dieser Aufforderung nachkommt, haben die an der Spaltung beteiligte Gesellschaft die Forderungen entsprechend sicherzustellen (Art. 46 Abs. 1 FusG), sofern die Gesellschaften nicht nachweisen, dass die Erfüllung der entsprechenden Forderung durch die Spaltung nicht gefährdet ist (Art. 46 Abs. 2 FusG). Hierbei ist jedoch zu beachten, dass Art. 25 Abs. 2 Satz 2 FusG, wonach ein besonders befähigter Revisor bestätigt, dass keine Forderungen bekannt oder zu erwarten sind, zu deren Befriedigung das freie Vermögen der (Schuldner-)Gesellschaft nicht ausreicht, bei Spaltungen nicht zur Anwendung kommt.⁵⁰ Somit hat es auch hier ein Publizitätselement, welches man – insbesondere im Rahmen von Pre-Packaged Carve-out Transaktionen – gerne vermeiden möchte. Diese Sicherstellung nach Art. 46 FusG ist gleichzeitig auch Voraussetzung für

⁵⁰ BSK FusG-Ehrat/Widmer, Art. 46, N 15.

den Spaltungsbeschluss nach Art. 43 Abs. 1 FusG. Dies birgt die Gefahr, dass es zu zeitlichen Verzögerungen bei dem Ablauf der Spaltung kommen kann, da das Sicherstellungsverfahren neben dem Einsichtsverfahren (Dauer: 2 Monate) gemäss Art. 41 FusG läuft.⁵¹ Somit kann eine Spaltung sich durchaus über vier bis sechs Monate ziehen.⁵²

Des Weiteren führt eine Spaltung nach FusG grundsätzlich zu einer ewigen solidarischen Haftung (wenn auch nur subsidär) der an der Spaltung beteiligten Gesellschaften, sofern die Gesellschaft, der die Forderungen im Spaltungsplan entsprechend zugeordnet wurden (primär haftende Gesellschaft) nicht befriedigt werden kann.⁵³

Aufgrund der Komplexität der Spaltung nach FusG und der zeitlich unbegrenzten solidarischen Haftung der Gesellschaften, eignet sich eine Spaltung nach FusG im Zusammenhang mit einem Carve-out nur bedingt. Dies erklärt vermutlich auch, weshalb diese Form der Ausschüttung in der Praxis äusserst selten anzutreffen ist (z.B. Sulzer/Medmix).

b) *Untervariante des Standalone Carve-out: Ausschüttung von Kauf- oder Bezugsrechten zum Erwerb des ausgegliederten neukotierten Unternehmens*

Bei dieser Variante erhalten die Aktionäre eines (typischerweise bereits kotierten) Unternehmens entschädigungslos Rechte zum Kauf bzw. Bezug von Aktien des auszugliedernden und neu zu kotierenden Tochterunternehmens. Zu diesem Zweck teilt das ausgliedernde (Mutter)Unternehmen seinen Aktionären entweder Kaufrechte für den Erwerb von Aktien des auszugliedernden neukotierten Tochterunternehmens zu oder das ausgliedernde (Mutter)Unternehmen beschliesst eine Kapitalerhöhung des auszugliedernden neukotierten Tochterunternehmens und verzichtet zugunsten seiner Aktionäre auf das Bezugsrecht. In beiden Varianten wird der Kauf- bzw. Bezugspreis (erheblich) unter dem Marktwert festgelegt, d.h. die Rechte haben einen wirtschaftlichen Wert und können während einer gewissen Periode (z.B. 1 Woche) an der Börse gehandelt werden.

Der Vorteil dieser Variante ist, dass die Aktionäre des ausgliedernden (Mutter)Unternehmens die Wahl haben, ob sie Aktien des neukotierten auszugliedernden Unternehmens erwerben oder lieber die werthaltigen Erwerbs- bzw. Bezugsrechte über die Börse verkaufen wollen. Aus Sicht des ausgliedernden (Mutter)Unternehmens und des neukotierten ausgegliederten Unternehmens

⁵¹ Watter/Büchi, 166 f. m.w.H.

⁵² Böckli, § 3 N 318.

⁵³ Watter/Büchi, 167.

kann es ein Vorteil sein, dass je nach Variante entweder dem ausgliedernden Mutterunternehmen (Variante Verkauf) oder dem ausgegliederten Tochterunternehmen (Variante Kapitalerhöhung) aus der Transaktion Cash zufließt. Nachteile dieser Struktur sind u.a. die erhöhte Komplexität sowie der Umstand, dass die Aktionäre des (Mutter)Unternehmens die Aktien des ausgegliederten Unternehmens nicht kostenlos erhalten. Besondere Sorgfalt ist sodann bei der steuerlichen Strukturierung geboten.

Die vorgenannten Varianten wurden z.B. bei der Ausgliederung des Crop Business von Novartis und Astra Zeneca im Wege der Kotierung von Syngenta (Variante Verkauf) sowie bei der Kotierung der ausgegliederten Unternehmen Lonza, Ciba SC und Dottikon ES (Variante Kapitalerhöhung) gewählt.

c) *Börsengang einer Tochtergesellschaft*

Bei dieser Variante des Carve-out bringt ein Mutterunternehmen das auszugliedernde Tochterunternehmen mittels Kotierung und Platzierung eines Teils oder aller Aktien im Markt an die Börse. Der Erlös aus der Veräußerung der Aktien fließt dem ausgliedernden Unternehmen zu und dessen Aktionäre halten weiterhin nur Aktien an diesem Unternehmen. Auf diese Weise war zum Beispiel der Carve-out von Sante aus dem Galenica Konzern strukturiert.

d) *Carve-out verbunden mit einem öffentlichen Angebot*

Ein Carve-out kann auch mit dem öffentlichen Angebot des (Rest)Unternehmens verbunden werden. In einem solchen Fall erfolgt der Vollzug des Carve-out gleichzeitig mit Vollzug des öffentlichen Angebots. Die Aktionäre erhalten hier neukotierte Aktien des Carved-out Business und eine Gegenleistung aus dem Verkauf der Aktien im öffentlichen Angebot. Ein Beispiel für eine solche Variante des Carve-outs ist die öffentliche Übernahme von Actelion durch Johnson & Johnson in Verbindung mit der Ausschüttung der Aktien ihrer ausgegliederten Tochter Idorsia, welche gleichzeitig an der Börse kotiert wurde.

IV. Ausgewählte Aspekte bei Carve-out Transaktionen

Im Folgenden werden ausgewählte Aspekte bei Carve-out Transaktionen näher erläutert, die regelmässig auch für die Praxis von wesentlicher Bedeutung sind.

I. Carve-out Abschluss

Die Finanzzahlen sind, wie auch für klassische M&A Transaktionen, für die Carve-out Transaktion essentiell, wobei Art, Inhalt und Umfang regelmässig durch die Carve-out Transaktion selbst, ihren Zweck und den Zeitpunkt bestimmt wird. Ziel ist es auch hier, den Interessenten ein ausgewogenes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage vorzulegen, welches als Basis für die vom potentiellen Erwerber zu fällende Investitionsentscheidung dienen kann.⁵⁴ Dies gilt unabhängig davon, ob der auszugliedernde Geschäftsbereich im Wege einer Auktion oder eines Börsengangs veräussert wird.

Die Finanzzahlen des auszugliedernden Geschäftsbereichs werden regelmässig einer Financial Due Diligence unterzogen (und zwar unabhängig davon, ob die Veräusserung in einem Auktions- oder sonstigen Verfahren erfolgt) und sind Ausgangspunkt für die Bewertung des Carved-out Business und massgeblich für die Kaufpreis- und Vertragsverhandlungen. Der Carve-out Abschluss soll möglichst die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des auszugliedernden Geschäftsbereichs wiedergeben, als wäre es von Beginn an ein eigenständiges Unternehmen bzw. ein eigenständiger Unternehmensteil gewesen.⁵⁵

Die Komplexität der Carve-out Abschlüsse hängt von verschiedenen Faktoren ab, wie z.B. (i) Zweck des Carve-outs, (ii) die Art des Geschäfts, (iii) die Verflechtung zwischen den beim Veräusserer verbleibenden Geschäft oder Geschäftsteil und des Carved-out Business, (iv) Zielstruktur des Carve-outs und (v) ob es sich um eine nationale oder internationale Carve-out Transaktion handelt.⁵⁶

Die Erstellung von Carve-out Finanzzahlen ist besonders anspruchsvoll, wenn noch keine eigenständigen Finanzzahlen für das Carved-out Business vorliegen, sondern diese erst aus den Konzernfinanzzahlen extrahiert werden müssen. Wird der auszugliedernde Unternehmensteil bereits als (bzw. wie ein) eigenes Segment geführt, ist die Situation einfacher. Ob die Carve-out Finanzzahlen nur für ein Geschäftsjahr oder für mehrere Geschäftsjahre (z.B. im Fall eines Börsengangs grundsätzlich für drei Jahre) erstellt werden müssen, oder ob diese Finanzzahlen geprüft werden sowie ob weitere Voraussetzungen erfüllt sein müssen (z.B. Art. 50 iVm Anhang 1 FIDLEG), ist für den jeweiligen Einzelfall gesondert zu beurteilen.

⁵⁴ Ausführlich Gerhard/Hasler, 235 ff.

⁵⁵ Esser/von Borries, 408.

⁵⁶ Esser/von Borries, 422.

2. Arbeitsrechtliche Aspekte

Die Frage, welche Mitarbeiter im Rahmen einer Carve-out Transaktion auf das Carved-out Business übergehen sollen, ist eine der zentralen Fragestellungen, die bei der Planung und Vorbereitung eines des Carve-outs zu beachten ist. Aus arbeitsrechtlicher Sicht ist vor allem der Umgang mit den Mitarbeitern, die aus verschiedenen Bereichen übergehen sollen sowie mit Mitarbeitern, die zentralen Funktionen – wie z.B. der IT, dem HR oder der Buchhaltung – zugeordnet sind, regelmässig eine Herausforderung. Der Veräusserer und der potentielle Erwerber werden hier regelmässig sich widersprechende Interessen haben. Der Veräusserer wird sich an dieser Stelle überlegen, wie er die Mitarbeiter zukünftig auslasten kann und welche für ihn unverzichtbar sind.⁵⁷ Der Erwerber hingegen möchte einerseits ein auf standalone Basis funktionierendes Zielunternehmen erwerben und andererseits möchte er vermeiden, dass der Veräusserer Mitarbeiter in das Zielunternehmen überträgt, die im verbleibenden Unternehmen überzählig sind oder schlechte Leistungen erbracht haben.⁵⁸ Vor allem bei den zentralen Funktionen wird der Erwerber sicherstellen, dass er auf das Personal in dem notwendigen Umfang zugreifen kann. Sofern der Erwerber bei der Aufteilung und Auswahl der Mitarbeiter noch Einfluss nehmen kann, mithin vor allem bei einer post-packaged Struktur, wird in der Praxis regelmässig eine Liste mit Mitarbeitern, die übergehen sollen, den Transaktionsdokumenten beigefügt. Unter Umständen wird der Erwerber versuchen, den Vollzug von dem Übergang einer bestimmten Anzahl an Mitarbeitern und den Schlüsselpersonen abhängig zu machen.⁵⁹ Ein solches Verlangen führt jedoch zu einer Reduktion der Transaktionssicherheit, da die Transaktion von Dritten, hier den Mitarbeitern und Schlüsselpersonen, abhängig wird.

a) Art. 333 f. OR und die zentrale Bedeutung bei Carve-out Transaktionen

Der Übergang von Mitarbeitern im Rahmen einer Carve-out Transaktion richtet sich in der Regel nach Art. 333 OR, weshalb dieser Bestimmung bei Carve-out Transaktionen grundsätzlich eine zentrale Bedeutung zukommt.⁶⁰ Die Tatbestandsmerkmale des Art. 333 OR müssen kumulativ erfüllt sein und lauten

⁵⁷ Gerhard/Hasler, 226.

⁵⁸ Gerhard/Hasler, 226.

⁵⁹ Gerhard/Hasler, 226.

⁶⁰ In diesem Beitrag soll nicht weiter im Detail auf die einzelnen Voraussetzungen des Art. 333 des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220) eingegangen werden.

wie folgt:⁶¹ (i) es muss sich um einen Betrieb oder Betriebsteil handeln, (ii) dieser Betrieb oder Betriebsteil wird übertragen und (iii) die Betriebsidentität muss gewahrt werden. Liegen diese Tatbestandsmerkmale vor und wurden die Mitarbeiter gemäss Art. 333a OR informiert bzw. Arbeitnehmervertretungen konsultiert, gehen die zum Betrieb gehörenden Arbeitsverhältnisse auf den Erwerber über. Im Rahmen von Carve-out Transaktionen sind insbesondere die Voraussetzung der Übertragung des Betriebs bzw. Betriebsteils sowie die Rechtsfolgen von besonderer Bedeutung, weshalb auf diese im Folgenden vertieft eingegangen wird.

aa) Übertragung eines Betriebs oder Betriebsteils

In der Regel erfolgt die Übertragung eines Betriebs auf Dritte im Wege eines Rechtsgeschäfts, womit die zum Betriebsvermögen gehörenden Rechte im Wege der Einzelrechtsnachfolge auf den Erwerber übergehen.⁶² Auf die Art des Rechtsgeschäfts kommt es dabei im Wesentlichen nicht an, so dass die Übertragung eines Betriebs unter anderem auf der Grundlage eines Kauf- oder eines Gesellschaftsvertrags (Einbringung eines Betriebs als Sacheinlage) erfolgen kann.⁶³ Das Bundesgericht hat jedoch entschieden, dass eine Übertragung des Betriebs auf einen Dritten nicht immer ein unmittelbares Rechtsgeschäft erfordert.⁶⁴ Vielmehr genügt es für eine Anwendung des Art. 333 OR, wenn der Betrieb vom neuen Betriebsinhaber tatsächlich weitergeführt wird oder wiederaufgenommen werden. In dem vom Bundesgericht entschiedenen Fall ging es um die Anwendbarkeit von Art. 333 OR in Folge einer Kündigung des Pachtvertrages durch den Restaurant-Eigentümer um in Folge mit einem anderen Geschäftsführer einen Pachtvertrag abzuschliessen. Zwischen den beiden Restaurant-Betreibern bestand keine Rechtsbeziehung.⁶⁵

⁶¹ Erfolgt die Ausgliederung in Form der Vermögensübertragung gemäss Art. 69 ff. FusG findet Art. 333 OR aufgrund des Verweises in Art. 76 Abs. 1 FusG auch Anwendung, wenn die nachstehend genannten drei Voraussetzungen nicht erfüllt sind, d.h. es genügt, dass im Rahmen der Vermögensübertragung Arbeitsverhältnisse übergehen.

⁶² Wildhaber, 76.

⁶³ Wildhaber, 76 m.w.H.

⁶⁴ BGE 123 III 466.

⁶⁵ BGE 123 III 466 E. 3 S. 468.

bb) Rechtsfolgen

Liegen die oben genannten Tatbestandsvoraussetzungen kumulativ vor, so gehen die zum Betrieb gehörenden Arbeitsverhältnisse auf den Erwerber über, sofern der Arbeitnehmer den Übergang nicht ablehnt (Art. 333 Abs. 1 OR). Den Arbeitnehmern ist daher im Rahmen eines Betriebsübergangs eine angemessene Bedenkzeit einzuräumen.

Sind auf die übergewenden Arbeitsverträge gesamtarbeitsvertragliche Bestimmungen anwendbar, so bleiben diese auch für einen nicht tarifgebundenen Betriebsnachfolger für die Dauer von einem Jahr verbindlich, es sei denn, der Gesamtarbeitsvertrag läuft bereits vorher ab oder er endet infolge von Kündigung (Art. 333 Abs. 1^{bis} OR). Die Fortdauer des GAV ist unabhängig davon, ob der Erwerber auch einem solchen GAV unterliegt. Der Erwerber kann von den GAV-Bestimmungen nicht befreit werden, selbst wenn er dann aus dem Verband austritt. Änderungen oder Verlängerungen sind nach dem Betriebsübergang für den Erwerber nicht mehr möglich. Die Bestimmungen des Gesamtarbeitsvertrags gelten jedoch nur für die übernommenen Arbeitnehmer; mit Blick auf die bestehenden oder neue Arbeitnehmer ist der Erwerber nicht an den Gesamtarbeitsvertrag gebunden.

Eine weitere Rechtsfolge des Übergangs des Arbeitsverhältnisses nach Art. 333 OR ist die Solidarhaftung zwischen Erwerber und Veräusserer für Forderungen aus dem Arbeitsverhältnis (Art. 333 Abs. 1 und 3 OR), die vor dem Betriebsübergang entstanden sind und fällig waren. Werden Forderungen erst nach dem Betriebsübergang fällig, haftet der alte Arbeitgeber, mithin der Veräusserer nur insoweit, als dass die Forderungen bis zu dem Zeitpunkt fällig werden, zu welchem das Arbeitsverhältnis hätte beendet werden können (Art. 333 Abs. 3 OR).

b) Spaltung (Art. 29 ff. FusG) und Vermögensübertragung (Art. 69 ff. FusG)

Bei fusionsgesetzlichen Carve-out Transaktionen, namentlich der Spaltung und der Vermögensübertragung verweist das FusG in Art. 49 (für die Spaltung) und in Art. 76 (für die Vermögensübertragung) im Wege einer Sachnormverweisung⁶⁶ auf Art. 333 OR und spricht sich damit für die Anwendbarkeit der arbeitsrechtlichen Bestimmung im fusionsgesetzlichen Kontext aus, selbst dann, wenn nicht sämtliche Voraussetzungen des Art. 333 Abs. 1 OR im fusionsrechtlichen Kontext vorliegen. Nach herrschender Meinung handelt es sich dabei

⁶⁶ Wildhaber, 155 m.w.H. und detaillierten Erläuterungen, weshalb es sich um eine Sachnormverweisung handelt.

um einen deklaratorischen Verweis und sichert damit den Gleichlauf von Arbeitsplatz und Arbeitsverhältnis auch bei fusionsgesetzlichen Betriebsübergängen.⁶⁷ Damit sind auch bei fusionsgesetzlichen Carve-out Transaktionen die Rechtsfolgen des Art. 333 OR zu beachten. Des Weiteren sieht das FusG besondere Regelungstatbestände und zusätzliche Rechte der Arbeitnehmer in Fällen einer Spaltung oder Vermögensübertragung vor. So können die Arbeitnehmer im Falle einer Spaltung gemäss Art. 49 Abs. 2, 46 Abs. 1 FusG die Sicherstellung ihrer Forderungen aus dem Arbeitsverhältnis verlangen, die bis zu dem Zeitpunkt fällig werden, auf den das Arbeitsverhältnis ordentlicherweise hätte beendet werden können oder, bei Ablehnung des Übergangs, beendet werden kann.

Zudem hat bei den fusionsgesetzlichen Carve-out Transaktionen eine Konsultation der Arbeitnehmervertretung zu erfolgen. Für die Spaltung folgt dies aus Art. 50 iVm Art. 28 FusG und für die Vermögensübertragung aus Art. 77 iVm Art. 333a OR. Zu beachten ist hier, dass die Konsultation in allen betroffenen Betriebsteilen durchgeführt werden muss, auch wenn diese sich im Ausland befinden. Bei der Spaltung ist die Generalversammlung ist anlässlich der Beschlussfassung über das Ergebnis der Konsultation zu informieren (vgl. Art. 50 iVm Art. 28 Abs. 2 FusG).

Des Weiteren ist zu beachten, dass das FusG eine klare zeitliche Abfolge vorgibt, wann die Konsultation zu erfolgen hat. Diese muss regelmässig vor dem Fusions- bzw. Spaltungsbeschluss durchgeführt werden, jedoch nicht vor dem Abschluss des Fusions- bzw. Spaltungsvertrags. Sollte die Konsultation nicht durchgeführt werden, so kann die Arbeitnehmervertretung verlangen, dass das Gericht die Eintragung in das Handelsregister untersagt (Art. 50 iVm Art. 28 Abs. 3 FusG bzw. Art. 77 Abs. 2 FusG).

3. Geistiges Eigentum

Die Behandlung von Rechten des geistigen Eigentums, zu denen Patente, Marken, Know-how, Software sowie – zunehmend – auch Datenbestände zählen, wirft im Rahmen von Carve-out Transaktionen häufig Sonderfragen auf. Geistiges Eigentum wird in Konzernen häufig zentral verwaltet⁶⁸ und nach dem Carve-out sowohl von dem Veräusserer wie auch dem Carved-out Business gemeinsam genutzt. Eine Besonderheit stellen jedoch Rechte des geistigen Eigentums dar, die sowohl von dem zurückbehaltenen Geschäft als auch vom Carved-out Business genutzt werden. In der Praxis werden daher die Rechte

⁶⁷ Wildhaber, 151 m.w.H.

⁶⁸ Kraul/Bosch, 278.

am geistigen Eigentum häufig separat im Kaufvertrag oder in gänzlich in separaten Vereinbarungen geregelt. Massgeblich für die Behandlung von geistigem Eigentum bei einer Carve-out Transaktion ist die Art, wie der Carve-out strukturiert ist – sprich, ob es sich um einen Asset oder einen Share Deal handelt. Wie bereits oben erläutert, wird beim Asset Deal jeder Vermögensgegenstand einzeln verkauft und auf den Veräusserer übertragen, wohingegen sich beim Share Deal eine Reihe typischer Trennungsprobleme ergeben. Auch wenn die Auflistung der zu übertragenden Rechte am geistigen Eigentum beim Asset Deal zwingend ist, kommt man bei einem Share Deal ohnehin nicht umher, dies auch zu tun. Daher gelten die folgenden Ausführungen für einen Asset Deal und einen Share Deal im Grunde gleichermassen.

a) *Übertragung von geistigem Eigentum*

Im Rahmen der Vorbereitung eines Carve-outs ist wichtig, dass der Veräusserer allein oder in Abstimmung mit dem Erwerber genau identifiziert, welche Rechte des geistigen Eigentums⁶⁹ auf den Erwerber übergehen sollen. Diese werden in der Praxis in den Asset Deal Verträgen oder den Übertragungsverträgen, die dem Kaufvertrag bei einem Share Deal beigefügt werden, in der Regel als sog. *Sold IP* bezeichnet. Die Rechte des geistigen Eigentums, die beim Veräusserer verbleiben sollen, werden in der Regel als sog. *Excluded IP* bezeichnet. Um eine saubere Abgrenzung zwischen *Sold IP* und *Excluded IP* zu erreichen, ist es empfehlenswert, dass man die *Sold IP* exakt definiert und – um etwaige Missverständnisse zu vermeiden – als Anhang dem Kaufvertrag beifügt. Regelmässig handelt es sich bei einer Auflistung vor allem um die Rechte, die den Veräusserergesellschaften als sog. Vollrechte zustehen. Einen Sonderfall stellen Daten, wie z.B. Kundenlisten oder Kundendaten dar, welche nicht selten ein zentrales Asset des übergehenden Unternehmens sind. Die Besonderheit besteht hier in dem Umstand, dass Daten nicht einfach übertragen oder übergeben werden können. Vielmehr trifft den Veräusserer die Pflicht zur tatsächlichen Verschaffung der Daten sowie zur Unterlassung der Weiternutzung. Beides ist in den Vertragswerken klar und sauber zu dokumentieren.

b) *Behandlung von gemeinsam genutztem geistigem Eigentum*

Bei Carve-out Transaktionen bestehen regelmässig dort Abgrenzungsschwierigkeiten, wo geistiges Eigentum gemeinsam genutzt wird und sich die Rechte des geistigen Eigentums nicht eindeutig zuweisen lassen, weil sie sowohl vom

⁶⁹ Ebenfalls von Bedeutung ist die Behandlung personenbezogener Daten. Auf eine Darstellung dieses Themenkomplexes wurde absichtlich verzichtet.

Carved-out Business als auch einem (oder mehreren) der beim Veräußerer verbleibenden Geschäftsbereiche genutzt werden.⁷⁰ Die Teilung der Rechte des geistigen Eigentums kann grundsätzlich sowohl durch Realteilung als auch Begründung eines Nutzungsverhältnisses durch die Etablierung von Lizenzen erfolgen. Die Art der Teilung der Rechte ist von der Natur des geistigen Eigentums abhängig. So lassen sich z.B. Markenrechte und Gemeinschaftsmarken nach Waren und Dienstleistungen, nicht aber nach dem Territorium aufteilen. Patente und Unternehmenskennzeichen können nur dann territorial aufgeteilt werden, wenn es sich um internationale Anmeldungen handelt. Nutzt der Veräußerer eigene Software, die auch für das Carved-out Business von Relevanz ist, so kann diese grundsätzlich in einzelne Teile aufgespalten werden, so dass an einzelnen Teilen der Software grundsätzlich Nutzungsrechte eingeräumt werden können. Ebenfalls ist bei Software auch eine Segmentierung nach Staaten möglich. Bei allen anderen Urheberrechten ist anhand der Gegebenheiten eine Aufteilung genau zu prüfen.

Die Gründe für eine fortdauernde gemeinsame Nutzung von geistigem Eigentum sind vielschichtig. So kann geistiges Eigentum wie z.B. ein Patent oder eine Software für den Geschäftsbetrieb des Carved-out Business und des verbleibenden Geschäfts notwendig sein. Die Ausgestaltung solcher Nutzungsvereinbarungen ist vom Einzelfall abhängig und sollte diesem Rechnung tragen. Daher sollte in der Praxis bereits frühzeitig die Rahmenbedingungen zwischen Veräußerer und Erwerber diskutiert und – nach Durchführung der Due Diligence – festgelegt werden.⁷¹

Auch wenn die Teilung von bestimmten Rechten des geistigen Eigentums durchaus möglich ist, wird in der Praxis jedoch meistens die gemeinsame Nutzung über die Einräumung von Lizenzen geregelt. Diese Lizenzen können in beide Richtungen erfolgen – gehört das geistige Eigentum zum Carved-out Business und wird dem Veräußerer ein Nutzungsrecht eingeräumt, so spricht man regelmässig von einer Rücklizenzierung.⁷² Bei der Lizenzierung verbleibt das Vollrecht beim Veräußerer und dem Erwerber bzw. dem Carved-out Business werden verschiedene Befugnisse eingeräumt, das geistige Eigentum zu nutzen. Somit liegt es auch in der Verantwortung des Veräußerers, gegen Verletzungen des geistigen Eigentums durch Dritte vorzugehen und den Schutzstatus, z.B. durch Bezahlung der Registergebühren, aufrechtzuerhalten.⁷³ Aus

⁷⁰ Kraul/Bosch, 296.

⁷¹ Kraul/Bosch, 297.

⁷² Der Einfachheit wegen wird im Folgenden nur der Fall betrachtet, bei dem das Vollrecht beim Veräußerer verbleibt und der Erwerber bzw. das Carved-out Business Lizenznehmer ist. Das Ausgeführte gilt grundsätzlich jedoch auch für die Fälle der Rücklizenzierung.

⁷³ Kraul/Bosch, 300.

Sicht des Erwerbers ist es daher von grosser Bedeutung, dass die Lizenzvereinbarung diese Pflichten des Veräusserers explizit regelt und sie sollte vorsehen, dass im Fall einer Übertragung des geistigen Eigentums auf Dritte, der Dritte diesen Pflichten ebenfalls nachkommen muss. Die Frage, ob die Lizenz als nicht-exklusive oder exklusive Lizenz ausgestaltet sein soll, wird durch viele Faktoren beeinflusst und ist daher im Einzelfall auch vor dem Hintergrund kartellrechtlicher Einschränkungen im Einzelfall zu prüfen.

4. Transitional Service Agreements (TSA)

Viele Funktionen werden im Konzern von einer zentralen Stelle koordiniert bzw. angeboten. Zu diesen zentralen Funktionen gehören z.B. die Nutzung der IT Infrastruktur, die Personalverwaltung oder auch die Buchführung. Darüber hinaus können auch Rechte des geistigen Eigentums, wie z.B. Software, Marken oder Patente zentral im Konzern verwaltet und von einer Gesellschaft aus den weiteren Gruppengesellschaften zur Verfügung gestellt werden.⁷⁴ Ab Vollzug kann das ausgegliederte Unternehmen nicht mehr auf die zentralen Funktionen des Konzerns zurückgreifen. Gleichzeitig ist das ausgegliederte Unternehmen beim Erwerber noch nicht so integriert, dass es dessen zentrale Funktionen nutzen kann, bzw. dass diese Funktionen entsprechend aufgebaut und ersetzt wurden (sofern die notwendigen Ressourcen nicht mit übergegangen sind). Daher ist für einen gewissen Übergangszeitraum zwischen den beteiligten Parteien eine Vereinbarung zu treffen, wonach der Veräusserer bestimmte Dienstleistungen erbringt und der ausgegliederte Geschäftsbereich die Infrastruktur des Veräusserers, soweit notwendig, nutzen kann, da ansonsten eine eigenständige Weiterführung des Geschäfts ab Vollzug vorübergehend nicht möglich ist. Diese Vereinbarungen werden regelmässig in einem *Transitional Service Agreement* (TSA) (alternativ: *Master Service Agreement*) festgehalten, weshalb das TSA ein zentraler Bestandteil einer Carve-out Transaktion ist.

a) Einbindung des TSA in die Gesamttransaktion

Das TSA wird in der Regel erst beim Vollzug der Carve-out Transaktion unterzeichnet. Aufgrund der gewichtigen Bedeutung des TSA für den Erfolg des Carve-outs und dem damit verbundenen Weg in die Eigenständigkeit des ausgegliederten Geschäftsbereichs, sollte dem TSA bereits in der Frühphase der

⁷⁴ Kraul/Bosch, 474.

Transaktion Aufmerksamkeit gewidmet werden. Das TSA spiegelt einerseits die Erkenntnisse des Erwerbers aus der Due Diligence wieder und diejenigen des Veräusserers aus seiner Separationsplanung.

Bei der Mehrheit der Carve-out Transaktionen ist das TSA, aufgrund der Vielzahl der zu erbringenden Leistungen, als Rahmenvertrag ausgestaltet. Die jeweils zu erbringenden Dienstleistungen werden dann in den Anhängen (oft auch Service Level Agreements („SLA“) genannt) zum TSA definiert. Um eine möglichst lückenlose Transaktionsdokumentation zu erhalten, sollten das TSA und der Kaufvertrag aufeinander abgestimmt und miteinander verzahnt werden. Das TSA – in ausverhandelter Form – ist somit regelmässig ein Anhang zum eigentlich Kaufvertrag und wird mit Blick auf den Vollzug im Idealfall nur noch wenig angepasst (z.B. durch SLAs) und am Vollzug unterzeichnet. Sollte es aus Zeit- oder anderen Gründen nicht möglich sein, das ausverhandelte TSA dem Kaufvertrag am Unterzeichnungstag beizufügen, sollte stattdessen ein ausführliches Term Sheet beigefügt werden. Dies erleichtert die Erstellung der entsprechenden *Long Form* Dokumentation zwischen Unterzeichnung und Vollzug.

b) *Zu erbringende Leistungen; Leistungsbestimmung*

Die Regelungsgegenstände des TSA erstrecken sich regelmässig über die Bereiche, die für den Betrieb des Carved-out Business notwendig sind, aber nicht im Rahmen des Carve-outs übertragen wurden. Zu den Dienstleistungen, die durch die zentralen Funktionen im Konzern erbracht werden, kommen häufig auch Dienstleistungen (wie z.B. bei Outsourcing Verträgen), die von Dritten für die Konzerngesellschaften erbracht werden. Bei Letzteren bedarf es einer Prüfung des bestehenden Vertrags, ob Dienstleistungen auch an Nicht-Konzerngesellschaften erbracht werden können. Sollte dies nicht der Fall sein, ist der Kontakt mit dem entsprechenden Dienstleister zu suchen oder ein anderer Dienstleister tritt an dessen Stelle. Ansonsten wird in der Regel die Zustimmung des Dienstleisters zur Leistungserbringung an Nicht-Konzerngesellschaften benötigt.⁷⁵

Ein zentraler Regelungspunkt des TSA ist die Erbringung von Dienstleistungen, die für den ausgelagerten Geschäftsbereich essentiell sind und die nicht aus eigenen Ressourcen abgedeckt werden können. Auch hier verfolgen Veräusserer und Erwerber unterschiedliche Interessen: der Erwerber möchte mit Blick auf die Erbringung von Dienstleistungen eine möglichst weite und umfangreiche Regelung, wohingegen der Veräusserer eine möglichst genaue Auf-

⁷⁵ Kraul/Bosch, 477.

listung der zu erbringenden Dienstleistungen im TSA präferieren wird. Des Weiteren wird das TSA auch eine Regelung vorsehen, wonach der Veräusserer den Erwerber bei der Überleitung diverser Dienstleistungen auf das ausgliederte Unternehmen unterstützen soll. Sofern es sich dabei ebenfalls um Dienstleistungen handelt, die durch einen externen Anbieter erbracht werden, sollte der Veräusserer sicherstellen, dass auch diese bei der Überleitung von Dienstleistungen entsprechend unterstützen.

Das TSA kann auch Dienstleistungen erfassen, die der Veräusserer bis dato an die Gesellschaft noch nicht erbracht hat (sog. *Additional Services*). Diese sind dann ausdrücklich in die Vereinbarung mit aufzunehmen und haben Auftragscharakter. Es ist darüber hinaus auch empfehlenswert, im TSA ein klares Verfahren vorzusehen, wonach Änderungen der zu erbringenden Leistungen möglich sind. Dadurch besteht während der Übergangsphase für den ausgliederten Geschäftsbereich etwas mehr Flexibilität, sollten vereinbarte Dienstleistungen nicht mehr oder nicht mehr so wie vereinbart benötigt werden. Ob und inwieweit eine Berichterstattungspflicht des Veräusserers im TSA festgehalten werden soll, ist im Einzelfall zu entscheiden. Sie wird jedoch immer dann in Erwägung zu ziehen sein, sofern besondere Service Levels festgelegt sind.⁷⁶

c) *Leistungsstandards; Grundlagen der Zusammenarbeit*

Des Weiteren sollte das TSA auch regelmässig die grundlegenden Leistungsstandards bestimmen. Dies stellt die Parteien, insbesondere den Veräusserer, regelmässig vor Herausforderungen, da dieser häufig nicht über die notwendigen Mittel bzw. Strukturen zur Leistungsmessung verfügt.⁷⁷ Aufgrund der überschaubaren Laufzeit solcher TSAs erscheint es sehr gut vertretbar, sich im TSA darauf zu verständigen, dass der Veräusserer die Leistungen gemäss den bisherigen Standards erbringt. Werden seitens des Veräusserers Leistungen erbracht, die bisher noch nicht erbracht wurden, so kann auf den bisherigen Standard nicht verwiesen werden. In einem solchen Fall verständigen sich die Parteien in der Praxis häufig auf die Einhaltung des gewöhnlichen Industriestandards. Es steht den Parteien selbstverständlich frei, auch strengere oder individuelle Leistungsstandards zu vereinbaren. Die Festlegung von Leistungsstandards wird zudem auch durch die „vertragstypologische Einordnung“⁷⁸ bedingt und es ist primär zwischen dienst- und werkvertraglichen Pflichten zu unterscheiden. In Abhängigkeit von den jeweils zu erbringenden

⁷⁶ Kraul/Bosch, 489.

⁷⁷ Kraul/Bosch, 480.

⁷⁸ Kraul/Bosch, 481.

Leistungen können auch noch Pflichten aus anderen Vertragstypen, wie z.B. dem Mietvertrag hinzukommen. Soweit die Pflichten im TSA einen dienstvertraglichen Charakter (z.B. im Sinne eines Auftrags gemäss Art. 394 ff. OR) haben, schuldet der Dienstleister lediglich die vertraglich vereinbarte Tätigkeit. Soweit die Pflichten im TSA einen werkvertraglichen Charakter haben, schuldet der Veräusserer das Werk und den herzustellenden Erfolg (Art. 363 OR).⁷⁹ Die beiden, regelmässig in TSA anzutreffenden, Regime unterscheiden sich von ihrer Wirkrichtung. Das dienstvertragliche Regime gemäss Art. 394 ff. OR ist eher für den Dienstleister vorteilhaft, wohingegen das werkvertragliche Regime den Leistungsempfänger begünstigt. In einem TSA dominieren erfahrungsgemäss dienstvertraglichen Leistungen,⁸⁰ da vor allem die Bereiche IT, Personalverwaltung und Buchführung Regelungstatbestände des TSA sind. Enthält das TSA z.B. Entwicklungsleistungen, so wären diese als werkvertragliche Leistungen zu qualifizieren. Bis zu einem gewissen Grad können die Parteien auch die Qualifikation der unter dem TSA zu erbringenden Leistungen durch die Wahl der richtigen Formulierung beeinflussen. Insbesondere wenn ausländische Parteien beteiligt sind, kann im Fall der Qualifikation des TSA als Auftrag das zwingende Widerrufs- bzw. Kündigungsrecht gemäss Art. 404 OR zu Diskussionen führen.

Die Parteien sollten im TSA nicht nur den Leistungsstandard, sondern auch die Grundlagen der Zusammenarbeit vereinbaren. Ausgangspunkt für diese bilden die Kooperationspflichten. Diese sind von besonderer Bedeutung, da es sich bei den im Rahmen eines TSA zu erbringenden Leistungen um ein komplexes Projekt handelt, zu dessen Erfolg alle Beteiligten beitragen müssen. Für spätere erfolgreiche Umsetzung des TSA, ist es wichtig, dass die Beteiligten von Beginn an kooperieren und sich regelmässig abstimmen. In der Praxis werden diesbezüglich detaillierte Regelungen im TSA getroffen und den Parteien entsprechende Kooperationspflichten auferlegt. Des Weiteren müssen auch die Abstimmungsprozesse in einem TSA geregelt werden. Hierzu gehört z.B. die Anpassung der zu erbringenden Dienstleistungen. In der Praxis hat sich die Ernennung und der Einsatz eines Projekt Managers bewährt.

d) Vergütung

Ob im TSA noch eine separate Vergütung geregelt wird, hängt primär davon ab, ob bereits die Vergütung der unter dem TSA zu erbringenden Leistungen durch den Kaufpreis abgegolten wurde oder separat festzulegen ist. Sofern letzteres der Fall ist, sollte das TSA – wie schon bei der Festlegung der Leistun-

⁷⁹ Koller, Dienstleistungsverträge, 1629.

⁸⁰ Rothenbücher, 541.

gen selbst – auch bei der Vergütung zwischen den zu erbringenden Leistungen differenzieren. Sofern unter dem TSA auch Übergangsleistungen zu erbringen sind und die Vergütung für den Veräusserer noch nicht kalkulierbar ist, bietet sich z.B. die Vereinbarung von Abschlagszahlungen an. Des Weiteren sollten auch die Zahlungsziele sauber festgelegt werden. Um den Erwerber zu motivieren, den Bezug von TSA Dienstleistungen möglichst rasch zu beenden, wird die Vergütung oft so ausgestaltet, dass sich der in Rechnung gestellte Aufschlag zu internen Kosten mit der Zeit sukzessive erhöht.

e) *Gewährleistung, Haftung und Freistellung*

Geht es um die Frage der Gewährleistung des Veräusserers im TSA, so wird er grundsätzlich eine Übernahme von Gewährleistungen ablehnen. Ob sich diese Position durchsetzen lässt, hängt insbesondere von der Verhandlungsposition des Veräusserers ab. Für den Fall, dass er doch Gewährleistungen abgeben muss, so sollten diese mit den Regelungen im Unternehmenskaufvertrag übereinstimmen bzw. sie sind auf diese abzustimmen um etwaige widersprüchliche Regelungen oder Regelungslücken zu vermeiden.⁸¹ Dabei ist jedoch zu beachten, dass es sich, obgleich der o.g. vertragstypologischen Zuordnung, um ein Dauerschuldverhältnis handelt.⁸² Die Gewährleistungen ähneln denen, die auch regelmässig in Kaufverträgen zu finden sind.

Neben den Gewährleistungen werden vom Erwerber häufig auch Freistellungen bzw. Schadloshaltungen gefordert. Der Umfang dieser Regelungen ist regelmässig das Ergebnis intensiver Verhandlungen zwischen den beteiligten Parteien. Der Veräusserer möchte seine Haftung für Schadensersatz aus und unter dem TSA so gering wie möglich halten, wohingegen der Erwerber einen grösstmöglichen Schutz sucht. Neben einer zeitlichen und betragsmässigen Begrenzung kann insbesondere die Definition des Schadens ein weiterer möglicher Anknüpfungspunkt für die Begrenzung der Schadensersatzpflicht darstellen. Der Umfang der Schadloshaltung ist abhängig von dem Verhandlungsergebnis zwischen den Parteien. Aus Sicht des Veräusserers sollten die Schadloshaltungen möglichst knapp gehalten werden, sofern es Leistungen oder Nutzungen betrifft, die vom Veräusserer erbracht oder ermöglicht werden. Der Erwerber hingegen wird versuchen, in den Verhandlungen eine möglichst umfangreiche Schadloshaltungsverpflichtung des Veräusserers durchzusetzen.

⁸¹ Kraul/Bosch, 489.

⁸² Kraul/Bosch, 493 m.w.H.

Literaturverzeichnis

- Altenburger Peter R./Calderan Massimo/Lederer Werner, Schweizerisches Umstrukturierungsrecht: Ein Handbuch zum Fusionsgesetz, zur Handelsregisterverordnung und zum Steuerrecht, Zürich 2004.
- Basler Kommentar Fusionsgesetz, in: Watter Rolf et al. (Hrsg.), 2. A., Basel 2015 (zit. BSK FusG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar Obligationenrecht I (Art. 1 – 259 OR), in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), 7. A., Basel 2019 (zit. BSK OR I-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Bauer Christoph, Parteiwechsel im Vertrag: Vertragsübertragung und Vertragsübergang: Unter besonderer Berücksichtigung des Fusionsgesetzes, Zürich/St. Gallen 2010.
- Beretta Piera, Schweizerisches Privatrecht, Band VIII/8 – Strukturanpassungen, Basel 2004.
- Berger Wolfgang, Kapitel I, in: Lappe Thomas/Gattringer Volker (Hrsg.), Carve-out-Transaktionen, 2. A., München 2021.
- Binder Andreas, Wege, Irrwege und Umwege für Umstrukturierungen – Situation de lege lata und Vorschläge de lege ferenda, GesKR 2007, 123 ff.
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Genf 2009.
- Druey Jean Nicolas/Druey Just Eva/Glanzmann Lukas, Gesellschafts- und Handelsrecht, 12. A., Zürich 2021.
- Esser Marinus/von Borries Gert, Kapitel VI, in: Lappe Thomas/Gattringer Volker (Hrsg.), Carve-out-Transaktionen, 2. A., München 2021.
- Vischer Markus, Auswirkungen des Fusionsgesetzes auf Share und Asset Deals – zugleich ein Beitrag zur Vermögensübertragung, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, 227.
- Furrer Daniel/Müller-Chen Markus, Obligationenrecht Allgemeiner Teil, 2. A., Zürich 2012.
- Gerhard Frank, Financing Challenges for Private Equity Buyers in Carve-out Acquisitions, in: SECA Yearbook 2013, 48.
- Gerhard Frank/Hasler Daniel, Rechtliche Fallstricke bei Carve-out Transaktionen, GesKR 2014, 221 ff.
- Gersbach Andreas, Die besonderen Transaktionsformen Spaltung und Vermögensübertragung, ZBGR 2004, 224 f.
- Glanzmann Lukas, Der Umstrukturierungsvertrag bzw. -plan im neuen Fusionsgesetz, AJP/PJA 2004, 822 ff.
- Handkommentar, zum Schweizer Privatrecht – Wirtschaftsrechtliche Nebenerlasse: FusG, UWG, PauRG und KKG, in: Marc Amstutz et al. (Hrsg.) 3. A., Zürich 2016 (zit. CHK FusG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Koller Alfred, Vertragsschluss und Schweigen auf einen Antrag, recht 1996, 70 ff. (zit. Koller, Vertragsschluss).
- Koller Alfred, Dienstleistungsverträge – Begriff, Arten, rechtliche Grundlage, AJP/PJA 12/2014, 1627 ff. (zit. Koller, Dienstleistungsverträge).

- Kommentar zum Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung – Fusionsgesetz (FusG), in: Amstutz Marc/Mabillard Ramon, Basel 2008 (zit. Komm. FusG-Amstutz/Mabillard, Art. XX, N YY).
- Kraul Torsten/Bosch Tobias, Kapitel VI, in: Lappe Thomas/Gattringer Volker (Hrsg.), Carve-out-Transaktionen, 2. A., München 2021.
- Kunz Peter V., Umwandlung und Vermögensübertragung im neuen schweizerischen Fusionsrecht – Blicke zurück und nach vorne, AJP 2004, 802 ff.
- Loser-Krogh Peter, Die Vermögensübertragung – Kompromiss zwischen Strukturanpassungsfreiheit und Vertragsschutz im Entwurf des Fusionsgesetzes, AJP/PJA 2000, 1095.
- Marolda Martinez Larissa/von der Crone Hans Caspar, Vermögensübertragung Entscheid des Schweizerischen Bundesgerichts 4C.259/2002 vom 29. November 2002 (BGE 129 III 167) i.S. A. (Kläger und Berufungskläger) gegen Einzelfirma B. (Beklagte und Berufungsbeklagte), SZW 2004, 301.
- Orell Füssli Kommentar zum Fusionsgesetz, in: Vogel Alexander et al. (Hrsg.), 3. A., Zürich 2017 (zit. OFK FusG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Peter Henry, Le sort des contrats en cas de transfert de patrimoine, SZW 2004, 223 ff.
- Commentaire de la Loi Fédérale sur la Fusion, la Scission, La Transformation et le Transfert de Patrimoine ainsi que des dispositions des lois fédérales modifiées par de LFus, in: Peter Henry/Trindade Rita Trigo (Hrsg.), Genève 2005 (zit. Comm. LFus-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Rothenbücher Jürgen, Merger Integration Limbo vermeiden durch zweckmässige Transitional Service Agreements – ein Leitfaden für Erwerber und Veräusserer, M&A Review, 2007, 541 ff.
- Spori Peter/Moser Martin, Fusionsgesetz: Kongruenzen und Inkongruenzen zwischen Zivil- und Steuerrecht, ZBJV 2004, 342.
- Stämpfli Handkommentar Fusionsgesetz, Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz) sowie die einschlägigen Bestimmungen des IPRG und des Steuerrechts, in: Baker & McKenzie (Hrsg.), 2. A., Bern 2003 (zit. SHK FusG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Turin Nicolas, Le transfert de patrimoine selon le projet de loi sur la fusion, Basel 2003.
- Tschäni Rudolf, Vermögensübertragung nach Fusionsgesetz und auf anderen Wegen, GesKR 2007, 170 ff. (zit. Tschäni, Vermögensübertragung).
- Tschäni Rudolf, Vermögensübertragungen, ZSR 2004, 83 ff. (zit. Tschäni, Übertragung gemäss Inventar).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zürich 2021.
- Vogel Alexander, Unternehmens(ver)käufe in der Krise / III.-IV., in: Tschäni Rudolf (Hrsg.) Mergers & Acquisitions XIX, EIZ – Europainstitut Zürich Band/Nr. 179, Zürich 2017, 205 ff.
- Vogel Alexander/Günter Michael, Der Vertragsübergang bei Vermögensübertragungen nach Fusionsgesetz, AJP 2012, 592 ff.

- von der Crone Hans Caspar et al., Das Fusionsgesetz, Zürich 2004.
- Watter Rolf/Büchi Raffael, Die Spaltung nach Fusionsgesetz als Mauerblümchen der Praxis?, GesKR 2007, 164 ff.
- Watter Rolf/Kägi Urs, Der Übergang von Verträgen bei Fusionen, Spaltungen und Vermögensübertragungen, SZW 2004, 231 ff.
- Weber Philippe, Die Vermögensübertragung, in: Andreas Kellerhals/Jürg Luginbühl (Hrsg.), Fusionsgesetz – Auswirkungen auf die Praxis, Zürich 2004, 123 ff.
- Weber Philippe/Candreia Philipp, Dual Track Transaktionen, in: Hans-Jakob Diem (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXI, Zürich 2019, 69 ff.
- Wiegand Wolfgang, Die Überleitung von Rechtsverhältnissen, in: Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Rechtliche Probleme der Privatisierung, Bern 1998.
- Wildhaber Isabelle, Das Arbeitsrecht bei Umstrukturierungen, Zürich 2011.
- Zürcher Kommentar, Fusionsgesetz, in: Vischer Frank (Hrsg.), 2. A., Zürich 2012 (zit. ZK FusG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Zürcher Kommentar, Zürcher Kommentar zum schweizerischen Zivilrecht, Obligationenrecht, Kommentar zur 1. und 2. Abteilung (Art. 1-529 OR), in: Schmid Jörg (Hrsg.), 4. A., 2014 (zit. ZK OR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

Schiedsgutachten in M&A-Transaktionen: Wundermittel oder notwendiges Übel?

Mariella Orelli*

Inhalt

I.	Einleitung	167
II.	Das Schiedsgutachten in Preisanpassungsklauseln: Ein Schönwetter-Streitbeilegungsmechanismus?	168
	1. Das Schiedsgutachten vermag einen Streit weder umfassend noch definitiv beizulegen	168
	2. Das Schiedsgutachtenverfahren birgt ein hohes Konfliktpotential	171
	3. Die Beurteilung „ungeordneter“ oder „zusammenhängender“ Rechtsfragen durch den Schiedsgutachter als Ausweg?	175
	4. Zwischenfazit	177
III.	Die beschleunigte Schiedsgerichtsbarkeit als echte Alternative zum Schiedsgutachten	177
	1. Die vereinbarte beschleunigte Schiedsgerichtsbarkeit	177
	2. Die Merkmale des beschleunigten Schiedsverfahrens	179
IV.	Schlussfolgerungen	181
	Literaturverzeichnis	182

I. Einleitung

Das Schiedsgutachten im Sinne von Artikel 189 ZPO stellt nach wie vor den von den Parteien bevorzugten Mechanismus zur Schlichtung von Preisanpassungsstreitigkeiten in M&A Verträgen dar. Rund um die Wirksamkeit dieses weit verbreiteten Schlichtungsmechanismus stellen sich jedoch Fragen, die immer noch auf eine Antwort warten.

Zwar sind die Bemühungen der Parteien von M&A Verträgen nicht zu übersehen, mit immer länger werdenden Schiedsgutachterklauseln, möglichst viele Unklarheiten und Konfliktmöglichkeiten vorab auszuräumen, füllen doch die heutigen Schiedsgutachterklauseln nicht selten auch schon eine ganze Vertragsseite. An den Schwachstellen des Schiedsgutachtens als Streiterledi-

* Die Autorin dankt MLaw Ramona Keist, Rechtsanwältin, für die wertvolle Unterstützung bei der Erstellung dieses Beitrages.

gungsmechanismus vermögen jedoch auch solche Schiedsgutachtenklauseln kaum etwas zu ändern. In der Praxis sind Preisanpassungsstreitigkeiten ebenso häufig wie vielfältig, weil Schiedsgutachterklauseln in Preisanpassungsklauseln von M&A Verträgen nur bedingt das einhalten, was sie versprechen: nämlich einen Streit über den Preis – das Herzstück jeder Transaktion – rasch und effizient beizulegen.

Letztlich funktioniert das Schiedsgutachten als Schlichtungsmechanismus – trotz facettenreicher und sorgfältig redigierter Klauseln – nur bei „schönem Wetter“, d.h. dann, wenn beide Parteien auch nach Ausbruch der Streitigkeit weiterhin bereit sind, sich dem Streitbeilegungsmechanismus des Schiedsgutachtens zu unterwerfen. Trifft dies zu, so eignet sich das Schiedsgutachten hervorragend zur Schlichtung von Preisstreitigkeiten. Mit dem Schiedsgutachten wird über die Preisfrage rasch, effizient und kostengünstig Klarheit geschaffen. Aber die Erfahrung im Einzelfall darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass das Schiedsgutachten als Mittel zur Erledigung von Preisstreitigkeiten in verschiedenster Hinsicht angreifbar ist und auch bleibt, ungeachtet dessen wie ausführlich die Schiedsgutachtenklauseln formuliert sind.

Im Einzelnen wird nachfolgend aufgezeigt, dass das Schiedsgutachten bereits seiner Natur nach nicht dazu bestimmt ist, einen Streit umfassend und definitiv zu erledigen (nachfolgend [Kapitel II.1.](#)). Weiter werden das erhebliche Konfliktpotential und die damit einhergehende Verzögerung des Preisbestimmungsverfahrens dargelegt (nachfolgend [Kapitel II.2.](#)). Schliesslich wird die beschleunigte Schiedsgerichtsbarkeit (*expedited arbitration*) als valable Alternative für Streitigkeiten im Zusammenhang mit Preisanpassungen präsentiert.

II. Das Schiedsgutachten in Preisanpassungsklauseln: Ein Schönwetter-Streitbeilegungsmechanismus?

I. Das Schiedsgutachten vermag einen Streit weder umfassend noch definitiv beizulegen

Die Angreifbarkeit des Schiedsgutachtens als Streiterledigungsmechanismus für Preisstreitigkeiten ist seinem Wesen inhärent. So ist das Institut des Schiedsgutachtens nicht dazu bestimmt, einen Streit umfassend und definitiv beizulegen. Zwar mag es dazu einladen, aber es bringt es nicht mit sich.

Dass das Schiedsgutachten nicht dazu konzipiert ist, einen Streit *umfassend* beizulegen, ergibt sich bereits daraus, dass das Schiedsgutachten darauf ausgerichtet ist, (rechtserhebliche) Tatsachen¹ festzustellen. Im Einzelnen geht es um die für die Preisberechnung benötigten Zahlen am vereinbarten Stichtag, welche aufgrund der Bücher des betroffenen Unternehmens oder Unternehmensteils zu ermitteln sind. Anders als ein Schiedsspruch adressiert somit das Schiedsgutachten schon seinem Wesen nach bloss einen Teilaspekt des Streites,² nämlich den Sachverhalt. Daraus folgt, dass das Schiedsgutachten einen Streit einzig dann beizulegen vermag, wenn die Parteien über alle Rechtsfragen einig sind, und insbesondere darüber, welche Tatsachen rechtserheblich sind. Einzig in dieser Konstellation lässt sich mit dem Schiedsgutachten den Gang ans Gericht vermeiden. Ansonsten wird bestenfalls eine Vereinfachung der Streiterledigung erzielt, indem die im Schiedsgutachten festgestellten Tatsachen für ein (Schieds-)Gericht grundsätzlich verbindlich sind.³

Das Schiedsgutachten ist weiter nicht dafür konzipiert, einen Streit *definitiv* zu erledigen; ihm kommt lediglich vorläufiger Charakter zu. Die Feststellungen im Schiedsgutachten können vor Gericht unter qualifizierten Voraussetzungen angefochten bzw. für unverbindlich erklärt werden,⁴ namentlich wenn es auf schweren Verfahrensfehlern beruht oder schwere inhaltliche Mängel aufweist.⁵ Aber auch abgesehen von diesen eher selten anzutreffenden Konstellationen vermag das Schiedsgutachten von seinem Wesen her einen Streit nicht definitiv beizulegen. Dies, weil das Schiedsgutachten keinen vollstreckbaren Titel darstellt. Damit unterscheidet sich das Schiedsgutachten grundlegend von den (schieds-)richterlichen Entscheidungen.⁶ Ergeben die im Schiedsgutachten festgestellten Zahlen einen Kaufpreis, der höher oder tiefer als der am *Closing* bezahlte Betrag liegt, weshalb eine Nach- oder Rückzahlung zu leisten ist, so kann dieser Anspruch nicht durchgesetzt werden. Verweigert die zur Leistung verpflichtete Partei ihre Leistung, so kann die anspruchsberechtigte Partei ihren Anspruch nicht mit dem Schiedsgutachten im Rechtsöffnungsverfahren durchsetzen.⁷ Da es weder einen definitiven noch einen provisorischen

¹ Art. 189 der Schweizerischen Zivilprozessordnung vom 9. Dezember 2008 (Zivilprozessordnung, ZPO, SR 272); statt vieler DK ZPO-Müller, Art. 189, N 1.

² BSK ZPO-Dolge, Art. 189, N 58.

³ KUKO ZPO-Schmid/Baumgartner, Art. 189, N 1; BSK ZPO-Dolge, Art. 189, N 1.

⁴ Frey/Müller, 207.

⁵ BSK ZPO-Dolge, Art. 189, N 46; siehe auch betr. inhaltlicher Mängel BGE 129 III 535 E. 2.1 S. 538.

⁶ Statt vieler BSK ZPO-Dolge, Art. 189, N 42; KUKO ZPO-Schmid/Baumgartner, Art. 189, N 5.

⁷ BSK ZPO-Dolge, Art. 189, N 42; Art. 82 ff. des Bundesgesetzes über Schuldbetreibung und Konkurs vom 11. April 1889 (SchKG, SR 281.1).

Rechtsöffnungstitel darstellt, bleibt der anspruchsberechtigten Partei, die ein für sie günstiges Schiedsgutachten erstritten hat, nichts anderes übrig, als ihren Anspruch vor (Schieds-)Gericht geltend zu machen.⁸ Ohne den guten Willen der Gegenpartei bleibt das Schiedsgutachten folglich toter Buchstabe.

Zu den dem Schiedsgutachten immanenten Limitierungen kommt das subjektive Element hinzu. Parteien wählen die Schiedsgutachterin, die ihren Preis-anpassungsstreit lösen soll, üblicherweise aufgrund ihrer Fachkenntnisse im relevanten Bereich, sprich im Rechnungswesen.⁹ Zuweilen wird der Kreis bzw. das Profil der möglichen Kandidaten in der Schiedsgutachterklausel explizit umschrieben. Es liegt auf der Hand, dass Spezialisten in Rechnungswesensfragen nicht gleichermassen in anderen Bereichen qualifiziert sind.¹⁰ Dies bedeutet eine weitere Beschränkung des Schiedsgutachtens in zweierlei Hinsicht. Zum einen dürfte dem Schiedsgutachter regelmässig die erforderliche Expertise abgehen, um sicherzustellen, dass die Gegenstand des Schiedsgutachtens bildenden Tatsachen in einem rechtlich einwandfreien Verfahren erhoben werden. Daran ändern auch Schiedsgutachtenklauseln nichts, die dem Schiedsgutachter weitreichende Informations-, Editions- und Befragungsrechte einräumen, wie dies in der Lehre teilweise propagiert wird.¹¹ Denn auch die konkrete Umsetzung dieser Rechte setzt prozessuale Expertise voraus, soll die Meinungsbildung möglichst frei von Verzerrungen und Verfälschungen erfolgen. Zum anderen dürfte dem Schiedsgutachter regelmässig auch die erforderliche Expertise abgehen, um die wesentlichen Rechtsfragen zu identifizieren und zu beantworten. Dass die typischerweise als Schiedsgutachter eingesetzten Spezialisten in Rechnungswesensfragen prozessual sowie materiellrechtlich nicht gleichermassen qualifiziert sind, stellt deshalb eine weitere Limitierung des Schiedsgutachtens dar, weil daraus ein erhöhtes Risiko resultiert, dass dem Schiedsgutachten die Verbindlichkeit abgesprochen wird, sei es, weil das Verfahren zur Feststellung der Tatsachen mangelhaft war, oder weil rechtsunerhebliche Tatsachen festgestellt wurden.¹²

Zusammenfassend ergibt sich, dass die fehlende Durchsetzungskraft des Schiedsgutachtens genau auf jene Merkmale zurückzuführen ist, die sein Wesen ausmachen, nämlich auf den Umstand, dass das Schiedsgutachten darauf gerichtet ist, Tatsachen festzustellen, und dass damit bloss ein Teilaspekt eines Streit erledigt werden soll. Die daraus resultierenden Limitierungen des

⁸ BSK ZPO-Dolge, Art. 189, N 42.

⁹ Siehe ausführlich zu den erforderlichen Kenntnissen und Fähigkeiten eines Schiedsgutachters Grantham/Schumacher/Huitson-Little, 58 ff.

¹⁰ Gross, 5.

¹¹ Tschäni/Frey/Müller, 110; Tschäni/Frey, 83 f.

¹² Gross, 5.

Schiedsgutachtens sind wohl mit ein Grund, weshalb man ertrags- oder bilanzorientierten Preisanpassungsklauseln ein höheres Konfliktpotential zuspricht als jenen Preisklauseln, die ohne Schiedsgutachten auskommen, wie z.B. der sogenannte *Locked Box*-Mechanismus.¹³ Darauf sowie auf die weiteren Gründe, weshalb das Schiedsgutachten nur beschränkt das einhält, was es verspricht, ist nachfolgend näher einzugehen.

2. Das Schiedsgutachtenverfahren birgt ein hohes Konfliktpotential

Das Schiedsgutachtenverfahren birgt erhebliches Konfliktpotential und damit einhergehend die Gefahr, dass dadurch der Preisstreit weder rasch noch effizient beigelegt werden kann.¹⁴ Statt rasch nach dem *Closing* Gewissheit über den geschuldeten Preis zu erlangen, ebnet Schiedsgutachtenklauseln den Weg für eine gnadenlose Zermürbungstaktik. Insbesondere für Parteien, die einen abgeschlossenen Deal nachzuverhandeln beabsichtigen – ein Phänomen, das heutzutage nicht selten zu beobachten ist¹⁵ – schafft das Schiedsgutachten als Schlichtungsmechanismus in Preisanpassungsklauseln eine nahezu ideale Ausgangslage.

Dem Schiedsgutachten geht i.d.R. ein Preisberechnungsverfahren der Parteien voraus, in welchem eine Partei die Zwischenbilanz per Vollzugstermin zu erstellen hat und die Gegenpartei die Möglichkeit erhält, diese Zwischenbilanz zu überprüfen und gegebenenfalls zu bestreiten.¹⁶ Diese Phase bildet die Grundlage für das allenfalls darauffolgende Schiedsgutachtenverfahren; sie ist aber nicht Teil davon. Bereits aus dieser ersten Phase der Preisbestimmung bzw. aus der Anwendung der diese Phase regelnden Vertragsbestimmungen ergeben sich für die Parteien unzählige Möglichkeiten, das Schiedsgutachtenverfahren als Streiterledigungsmechanismus *de facto* ausser Kraft zu setzen oder zumindest signifikant zu erschweren.

So ist die Frage nach den anwendbaren Bewertungsvorschriften in der Phase, in welcher die eine Partei die Zwischenbilanz per Vollzugstermin zu erstellen hat und die Gegenpartei die Möglichkeit erhält, diese Zwischenbilanz zu überprüfen und gegebenenfalls zu bestreiten, von besonderer Bedeutung.¹⁷ Dementsprechend enthalten Preisanpassungsklauseln zu den anwendbaren Bewertungsvorschriften Regelungen, die zuweilen so komplex ausgestaltet sind, dass sich deren Inhalt weder den Fachleuten noch den am Vertragsschluss

¹³ Zu den verschiedenen Methoden der Kaufpreisbestimmung, siehe z.B. Diem/Erni, 354

¹⁴ Frey/Müller, 213.

¹⁵ Siehe Tschäni/Frey, 78; Frey/Müller, 226.

¹⁶ Siehe ausführlich Frey/Müller, 199 ff.

¹⁷ Frey/Müller, 196.

Beteiligten ohne weiteres erschliesst. Die vertragliche Ausgestaltung solcher bei der Erstellung der Zwischenbilanz per Vollzugstermin anzuwendenden Regeln, birgt ein hohes Risiko, dass darüber zwischen den Parteien ein Streit entsteht. Dabei handelt es sich um einen Auslegungstreit und damit um einen Streit über eine Rechtsfrage.

In der Phase, in welcher die eine Partei die Zwischenbilanz per Vollzugstermin zu erstellen hat, können sich zahlreiche weitere Auslegungsfragen stellen. Hierzu zählen Fragen wie z.B. ob auf das Zahlenmaterial aus dem Reporting *tels quels* abgestellt werden darf, ob die heranzuziehenden Zahlen revidiert werden müssen, ob gewisse „*accounting policies*“ den IFRS vorangehen oder was gilt, wenn die vertraglich vorausgesetzten Zahlen (z.B. die revidierten Zahlen) nicht innert der für die Erstellung der Zwischenbilanz vereinbarten Frist vorliegen. Weiter kann die Preisanpassungsklausel samt Bewertungsvorschriften z.B. auch hinsichtlich der Frage auslegungsbedürftig sein, ob sich die nach dem *Closing* erstellte Stichtagsbilanz nur auf Tatsachen abstützen darf, die im Zeitpunkt des *Closings* bereits existierten, oder ob auch nachträgliche Entwicklungen berücksichtigt werden dürfen.¹⁸ Auslegungs- und damit Rechtsfrage ist schliesslich auch, ob der Käufer eine vollständige Neubewertung aller Aktiven und Passiven vornehmen und gestützt darauf eine Preisreduktion verlangen darf.¹⁹ In dieser Hinsicht stellen sich heikle Abgrenzungsfragen zu allfälligen Gewährleistungsansprüchen.²⁰

Auch in Bezug auf die *Objection Notice*, also die Phase, in welcher die Gegenpartei die Möglichkeit erhält, die Zwischenbilanz zu überprüfen und gegebenenfalls zu bestreiten, können zwischen den Parteien zahlreiche Vorfragen strittig werden. Im Einzelnen sind dies etwa die Frage der Rechtzeitigkeit der *Objection Notice* und die damit verbundene Frage der Folgen einer verspäteten *Objection Notice* sowie Fragen rund um die ihre materielle Gültigkeit.²¹

Besonders häufig begegnet man dem Einwand, der Widerspruch sei nicht hinreichend substantiiert, denn dieses Erfordernis beinhaltet ein weites Ermessen und weist ein entsprechend hohes Konfliktpotential auf.²² So kann eingewendet werden, dass die *Objection Notice* deshalb ungenügend begründet ist, weil sie z.B. die angeblich missachtete *past practice* bei der Bewertung von

¹⁸ Tschäni/Frey, 79; Frey/Müller, 197.

¹⁹ Kritisch Frey/Müller, 197; vgl. auch Tschäni/Frey, 79.

²⁰ Tschäni/Frey, 79; Frey/Müller, 197 ff.

²¹ Tschäni/Frey, 81.

²² Frey/Müller, 203; siehe exemplarisch Urteil des Handelsgerichts Zürich vom 22. Oktober 2022, in: ZR 108 (2009) Nr. 42, 168 ff., insbesondere 170 zu den Anforderungen an den Detaillierungsgrad der *Notice of Objection*.

bestimmten Vermögenswerten nicht beschreibt, oder weil pauschal die Missachtung von IFRS geltend gemacht wird, ohne den im Einzelnen missachteten *standard* zu identifizieren. Auch die Fragen, ob der Widerspruch betragsmässig zu substantiieren ist, wie sich die betragsmässige Substantiierung auf die Zuständigkeit des Schiedsgutachters auswirkt und was die Folgen der fehlenden betragsmässigen Substantiierung sind²³, können strittig werden.

Dem Erfordernis, dass der Widerspruch angemessenen zu begründen ist, kommt eine grosse Tragweite zu: Eine ungenügend begründete *Objection Notice* dürfte in den meisten Fällen bedeuten, dass die Zwischenbilanz im betreffenden Punkt als definitiv gilt und demzufolge auch nicht mehr Gegenstand eines Schiedsgutachtens sein kann.

Bei den dargelegten Fragen aus der Phase, in welcher die eine Partei die Zwischenbilanz per Vollzugstermin zu erstellen hat und die Gegenpartei die Möglichkeit erhält, die Zwischenbilanz zu überprüfen und gegebenenfalls zu bestreiten, handelt es sich um Auslegungs- und damit um Rechtsfragen. Sie sind nicht Gegenstand des Schiedsgutachtens, sondern stecken vielmehr dessen Rahmen ab. Sie müssen folglich geklärt werden, *bevor* die Schiedsgutachterin ihre Tätigkeit überhaupt aufnehmen kann.

Am deutlichsten lässt sich dies anhand der Fragen illustrieren, die rund um die Gültigkeit der *Objection Notice* aufkommen können. Kaum etwas anderes als das in den Preisanpassungsklauseln i.d.R. vorgesehene Erfordernis, dass der Widerspruch angemessen zu begründen ist, bietet mehr Potential, das Schiedsgutachtenverfahren zum Erliegen zu bringen.²⁴ Ist die materielle Gültigkeit oder die Rechtzeitigkeit der *Objection Notice* strittig, so wird ein Anspruch auf die Einsetzung der Schiedsgutachterin wohl zu verneinen sein. Nicht anders verhält es sich, wenn andere den Rahmen des Schiedsgutachtens absteckende Vorfragen strittig werden. Beispielsweise wäre es wenig sinnvoll, die Schiedsgutachterin die Höhe von bestimmten *cash equivalents* feststellen zu lassen, wenn es strittig ist, ob die von den Parteien vereinbarte Definition von *cash* als relevanter Parameter für die Preisberechnung solche *cash equivalents* überhaupt inkludiert. Ebenso wenig sinnvoll dürfte die Einsetzung der Schiedsgutachterin sein, wenn die Frage nach den Bewertungsprinzipien, nach welchen die Zwischenbilanz aufgrund der Parteivereinbarung zu erstellen ist, strittig ist.

²³ Zum Ganzen Frey/Müller, 211 f.

²⁴ Angstmann, Rz. 364.

Das Aufwerfen solcher Vorfragen ist *per se* weder spitzfindig noch unredlich. Selbst die Bedeutung von vertraglich definierten Begriffen oder die Auflistung der für die Berechnung eines Preisparameters relevanten Konten sind noch keine Garantie für übereinstimmende Ansichten, d.h. auch sorgfältigst redigierte Klauseln können Anlass zu verschiedenen Interpretationen geben.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass in der Phase, die dem Schiedsgutachten vorangeht, unzählige Fragen strittig werden können, die das Potential haben, das Schiedsgutachtenverfahren als Streiterledigungsmechanismus zum Erliegen zu bringen. Da eine unterschiedliche Auslegung der Preisanpassungsklauseln samt Bewertungsvorschriften bekanntlich erhebliche Auswirkungen auf die Höhe des Kaufpreises haben kann, ist in der Praxis das Vorbringen einer Partei, bei einer bestimmten Frage handle es sich um eine vorgängig zu klärende Rechtsfrage, die zunächst von einem noch zu konstituierenden (Schieds-)Gericht zu beurteilen sei, relativ häufig.²⁵

Werden solche Vorfragen aufgebracht, so ist der Anspruch auf Einsetzung eines Schiedsgutachters nach einer vernünftigen Auslegung der betreffenden Schiedsgutachtenklausel kaum mehr durchsetzbar. Vielmehr wird die Partei, die aus der Kaufpreisberechnungsklausel einen Anspruch ableitet, vor die schwierige Wahl gestellt, entweder Konzessionen zu machen, um doch rasch klare Verhältnisse bezüglich des Kaufpreises zu erlangen, oder den – langwierigen – Rechtsweg zu bestreiten. In kostensensitiven Fällen oder bei prekären finanziellen Verhältnissen ist letztere Option oft keine echte Alternative. Somit können die Fragen, die in der dem Schiedsgutachten vorangehenden Phase strittig werden, die anspruchsberechtigte Partei *de facto* an den Verhandlungstisch zwingen. Für die Partei, die den Deal nachverhandeln wollte, ist der Erfolg in Griffnähe.

Möglich ist schliesslich auch, dass einzelne Rechtsfragen erst im Rahmen des Schiedsgutachtenverfahrens, d.h. nachdem der Schiedsgutachter bereits angerufen wurde, aufkommen. So kann z.B. erst bei der Auftragserteilung offenkundig werden, dass die Parteien den Vertrag unterschiedlich auslegen und deshalb unterschiedliche Auffassungen darüber haben, welche Tatsachen rechtserheblich sind. Zwar bedeutet dies nicht notwendigerweise, dass das bereits in Gang gesetzte Schiedsgutachtenverfahren zum Erliegen kommt. Hinsichtlich der im Schiedsgutachten mitbeantworteten Rechtsfragen wird jedoch dem Schiedsgutachten keinerlei Verbindlichkeit zukommen. Vielmehr können sie ohne Einschränkungen dem für die Beurteilung von Streitigkeiten

²⁵ Frey/Müller, 213.

aus dem Vertrag zuständigen (Schieds-)Gericht unterbreitet werden. Auch bei dieser Konstellation würde somit das Schiedsgutachten das Ziel verfehlen, dem Preisstreit rasch und effizient ein Ende zu setzen.

3. Die Beurteilung „ungeordneter“ oder „zusammenhängender“ Rechtsfragen durch den Schiedsgutachter als Ausweg?

Wie oben dargelegt, bedeutet der Umstand, dass die Kaufpreisberechnung in M&A Verträgen nicht bloss eine technische, buchhalterische Frage ist, sondern unzählige Rechtsfragen aufwerfen kann, ein hohes Risiko, dass das Schiedsgutachten als Streiterledigungsmechanismus sein Ziel verfehlt: Statt rasch und effizient den Preisstreit beizulegen, erweist sich der Gang zum (Schieds-)Gericht als unumgänglich, und dies obwohl das Schiedsgutachten nicht einmal an einem der in Art. 189 Abs. 3 ZPO aufgelisteten schwerwiegenden Mängeln leidet.

Zuweilen wird deshalb in der Lehre die Ansicht vertreten, dass der Schiedsgutachter berechtigt sei, auch Rechtsfragen „von *ungeordneter Bedeutung*“²⁶ zu beurteilen oder solche, die mit den Gegenstand des Schiedsgutachtens Tatsachen „*verbunden*“²⁷ sind.²⁸ Nach dem dies ablehnenden Teil der Lehre kann der Schiedsgutachter nicht verbindlich über Rechtsfragen entscheiden.²⁹ Dieser Auffassung ist – zumindest bezüglich des Schiedsgutachtens im Rahmen von Preisanpassungsklauseln – zuzustimmen. Der Wortlaut von Art. 189 Abs. 1 ZPO ist klar und unmissverständlich: Bloss „*über streitige Tatsachen*“ können die Parteien vereinbaren, „*ein Schiedsgutachten einzuholen*“. Nach der hier vertretenen Auffassung ist deshalb die Nichterwähnung von streitigen Rechtsfragen in Art. 189 Abs. 1 ZPO als qualifiziertes Schweigen zu werten, zumal sich auch der Botschaft und den Materialien zur Zivilprozessordnung keine Aussagen in Bezug auf Rechtsfragen entnehmen lassen.³⁰ Dahingehend hielt das Bundesgericht jüngst fest, dass es beim Schiedsgutachten gestützt auf den „*klaren*

²⁶ BSK ZPO-Dolge, Art. 189, N 14; Hasenböhler/Yañez, 397; DK ZPO-Müller Art. 189, N 17; KUKO ZPO-Schmid/Baumgartner, Art. 189, N 5e; OFK ZPO-Wullschleger, Art. 189, N 2a.

²⁷ Meier, 323

²⁸ Laut Tschäni/Frey/Müller, N 257, kann ein Schiedsgutachten über „*Rechtsfragen*“ verbindlich entscheiden.

²⁹ SK ZPO-Weibel, Art. 189, N 4; Göksu, 36; Schenker, 386 f.; Baumeler/Galli/Vischer, Rz. 23; Galli/Kündig/Vischer, 426.

³⁰ BSK ZPO-Dolge, Art. 189, N 12 f.

Wortlaut von Art. 189 Abs. 1 ZPO“ „vorab um Tatsachenfeststellung“ gehe.³¹ So oder anders wäre ein (Schieds-)Gericht an ein von den Parteien in Auftrag gegebenes Schiedsgutachten über eine Rechtsfrage nicht im Sinne von Art. 189 Abs. 3 ZPO gebunden.³² Auch jene Autoren, die sich dafür aussprechen, dass auch Rechtsfragen Gegenstand eines Schiedsgutachten sein können, äussern sich wenn überhaupt nur zurückhaltend über die Wirkung solcher Schiedsgutachten über Rechtsfragen.

Im Übrigen kann eine unterschiedliche Auslegung des Vertrages und insbesondere dessen Kaufpreisbestimmungen wie erwähnt erhebliche Auswirkungen auf den Kaufpreis – das Herzstück jeder Transaktion – zeitigen. Es ist deshalb von vornherein schwer anzunehmen, dass es bei Preisanpassungsklauseln Rechtsfragen von „untergeordneter“ Bedeutung gibt, welche die Parteien allein der Beurteilung durch den Schiedsgutachter unterwerfen wollen.

Analoge Überlegungen gelten für die immer häufiger anzutreffenden Schiedsgutachtenklauseln in M&A Verträgen, die den Schiedsgutachter explizit ermächtigen, über Rechtsfragen zu entscheiden, die mit den festzustellenden Tatsachen zusammenhängen. Solche erweiterten Klauseln sind zwar nach einem Teil der Lehre zulässig.³³ Sie machen das Schiedsgutachten als Schlichtungsmechanismus jedoch nicht weniger angreifbar, denn auch die Qualifikation einer Rechtsfrage als „zusammenhängend“ ist eine Auslegungs- und damit eine Rechtsfrage. Da es zudem um Rechtsfragen rund um den Kaufpreis geht, ist es zumindest nicht naheliegend, dass vernünftige Parteien auch diese Frage dem Schiedsgutachter anvertrauen wollten. Im Ergebnis können Schiedsgutachtenklauseln, die „zusammenhängende Rechtsfragen“ mitumfassen, kaum zusätzliches zum Ausdruck bringen als die Erkenntnis, dass das Schiedsgutachten notwendigerweise Rechtsfragen mitentscheidet, weil es um Klauseln eines Rechtsgeschäfts geht. Eine darüberhinausgehende Bedeutung kommt solchen erweiterten Schiedsgutachtenklauseln nach der hier vertretenen Auffassung nicht zu. Die gegenteilige Auffassung würde bedeuten, dass die Parteien im Voraus auf die Geltendmachung von Rechtsfragen rund um den Kaufpreis auf dem Rechtsweg verzichten.³⁴ Darauf würden die erweiterten Schiedsgutachtenklauseln letztlich hinauslaufen. So wenig wie ein

³¹ BGE 141 III 274 E. 2.5 S. 179. Anders noch in älterer Rechtsprechung, die vor Inkrafttreten der ZPO erging, siehe BGE 129 III 535 E. 2 S. 537, worin das Bundesgericht den Schiedsgutachtervertrag als Auftrag „für die Parteien eines Rechtsverhältnisses verbindlich bestimmte tatsächliche Feststellungen zu treffen oder bestimmte Rechtsfragen zu beantworten“ definierte.

³² In diesem Sinne auch BSK ZPO-Dolge, Art. 189, N 14.

³³ Zufferey/Perritaz/Schumacher, 13; vgl. Tschäni/Frey/Müller, 161.

³⁴ Zur Notwendigkeit, die Schiedsgutachtenklausel auszulegen, vgl. Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 355; Carr/Vischer, Rz. 20; Frey/Müller, 213 f.; Tschäni/Diem/Wolf, 171 f.

(Schieds-)Gericht an ein von den Parteien in Auftrag gegebenes Schiedsgutachten über eine Rechtsfrage im Sinne von Art. 189 Abs. 3 ZPO gebunden ist³⁵, kann dem Schiedsgutachten auch hinsichtlich „zusammenhängender Rechtsfragen“ Bindungswirkung zukommen. Der Versuch, mit erweiterten Schiedsgutachtenklauseln das Schiedsgutachten schlagkräftiger zu machen, erweist sich somit nach der hier vertretenen Ansicht als nicht zielführend.

4. Zwischenfazit

Zusammenfassend ergibt sich, dass die Parteien gut beraten sind, genau zu überlegen, ob sie für eine allfällige Preisstreitigkeit in einem M&A Vertrag eine Schiedsgutachtenklausel vereinbaren wollen. Das Schiedsgutachten ist kein Wundermittel. Lösen die Parteien ihre Meinungsverschiedenheiten bezüglich der Kaufpreisberechnung nicht einvernehmlich, so kann sich die Vereinbarung einer Schiedsgutachtenklausel als zweckwidrig erweisen. Statt dem Konflikt rasch und effizient ein Ende zu setzen, führt die Schiedsgutachtenklausel zu Verspätung sowie zu mehr Kosten, weil sie keine Gewähr dafür bietet, dass der Gang zum (Schieds-)Richter vermieden werden kann oder dass sich ein allfälliger Prozess einfacher gestaltet.

III. Die beschleunigte Schiedsgerichtsbarkeit als echte Alternative zum Schiedsgutachten

I. Die vereinbarte beschleunigte Schiedsgerichtsbarkeit

Wie gesehen ist das Schiedsgutachten als Streiterledigungsmechanismus in Preisanpassungsklauseln in M&A Verträgen nur bedingt geeignet, den Parteien in einem Preisstreit rasch und effizient Klarheit zu verschaffen. Ebenso wenig kann in der gewöhnlichen Schiedsgerichtsbarkeit eine Alternative zum Schiedsgutachtenverfahren erblickt werden. In der Praxis lässt gewöhnlich bereits der im frühen Stadium des Schiedsverfahrens festgelegte Zeitplan erahnen, dass mit einem Schiedsurteil nicht innert eines Jahrs ab der Verfahrenseinleitung zu rechnen ist. Sodann droht der Verfahrensstoff – nicht zuletzt aufgrund des angelsächsischen Einflusses auf die Beweiserhebung – im Verlaufe des Verfahrens regelmässig breiter und breiter zu werden, was sich wiederum auf die Verfahrensdauer negativ auswirkt. Schliesslich sind die Kosten eines solchen umfangreichen und sich jahrelang hinziehenden Schiedsverfahrens signifikant. Bereits seit Jahren wird entsprechende Kritik gegenüber der Schiedsgerichtsbarkeit als effizienter Streiterledigungsmechanismus ge-

³⁵ In diesem Sinne auch BSK ZPO-Dolge, Art. 189, N 14.

äussert. Führt man sich vor Augen, dass das Unternehmen bzw. der Unternehmensteil beim *Closing* der Transaktion schon übertragen wurde, so liegt es auf der Hand, dass es nicht im Sinne der Parteien ist, einen allfälligen Preisanpassungsstreit in einem Verfahren auszutragen, welches zeitlich sowie hinsichtlich Umfang und Kosten jederzeit auszufern droht.

Zumindest teilweise in Antwort auf die gegenüber der gewöhnlichen Schiedsgerichtsbarkeit geäusserten Kritik haben zahlreiche Schiedsinstitutionen in der jüngeren Vergangenheit ihre Schiedsordnungen um die Möglichkeit eines beschleunigten Verfahrens (*expedited proceedings*) ergänzt, so namentlich die ICC Rules und die Swiss Rules.³⁶ Die so ergänzten Schiedsordnungen sehen in der Regel vor, dass das beschleunigte Schiedsverfahren ohne Weiteres Anwendung findet, wenn der Streitwert eine gewisse Schwelle unterschreitet.³⁷ Darüber hinaus bieten diese den Parteien die Möglichkeit, das beschleunigte Verfahren unabhängig vom Streitwert für bestimmte Streitigkeiten zu vereinbaren (*opting-in*).³⁸ So können Parteien das beschleunigte Verfahren folglich auch nur für bestimmte Streitigkeiten aus einem Vertrag, wie etwa für die Bestimmung des Kaufpreises in einem M&A Vertrag, vereinbaren.³⁹ Mit anderen Worten können die Parteien neben dem allgemein anwendbaren Streiterledigungsmechanismus vereinbaren, dass Streitigkeiten betreffend die Preisklausel durch das Schiedsgericht im beschleunigten Verfahren zu entscheiden sind.

Bei der auf Preisstreitigkeiten beschränkten Vereinbarung eines solchen *fast track* Mechanismus dürften sich Abgrenzungsschwierigkeiten in Grenzen halten: Denn die Preisfrage wird in M&A Verträgen typischerweise in einzelnen, entsprechend bezeichneten Klauseln abschliessend geregelt. Die Parteien können deshalb den Anwendungsbereich des beschleunigten Verfahrens vom

³⁶ Anhang VI der ICC Rules of Arbitration, in Kraft seit 1. Januar 2021 (zit. ICC Rules); Artikel 42 der Swiss Rules, in Kraft seit Juni 2021 (zit. Swiss Rules).

³⁷ Exemplarisch Art. 30 Abs. 2 lit. a i.V.m. Art. 1 Abs. 2 des Anhang VI der ICC Rules; Artikel 42 Abs. 1 lit. b der Swiss Rules. Nur in ausserordentlichen Situationen dürfte die Institution einem Gesuch des Schiedsgerichts um Erstreckung der Frist stattgeben.

³⁸ Exemplarisch Art. 30 Abs. 2 lit. b der ICC Rules; Art. 42 Abs. 1 lit. a der Swiss Rules.

³⁹ Beispiel einer *Opting-in* Klausel für Preisstreitigkeiten in M&A Verträgen: „Any dispute, controversy or claim arising out of, or in relation to, [insert reference to price clauses] of this Agreement shall be resolved by arbitration in accordance with the Swiss Rules of International Arbitration of the Swiss Arbitration Centre in force on the date on which the Notice of Arbitration is submitted in accordance with those Rules. The number of arbitrators shall be [one or three]. [All time limits relating to the appointment of an arbitrator shall be reduced to 10 days]. The seat of the arbitration shall be Zurich. The arbitration proceedings shall be conducted in English. The expedited procedure shall apply.“

Anwendungsbereich des sonst vereinbarten Streiterledigungsmechanismus abgrenzen, indem sie auf die einschlägigen Vertragsklauseln verweisen. Das beschleunigte Verfahren würde somit auch für jene Fragen zur Anwendung kommen, welche wie oben dargelegt das Potential haben, das Schiedsgutachtenverfahren zum Erliegen zu bringen. So würde kraft Verweis auf die Preis-klauseln z.B. die Frage nach der Gültigkeit der *Objection Notice* oder nach den für die Erstellung der Zwischenbilanz anzuwendenden Bewertungsvorschriften im beschleunigten Verfahren geklärt werden.

Da die Vereinbarung des beschleunigten Verfahrens für Preisstreitigkeiten keine ernsthaften Abgrenzungsschwierigkeiten gegenüber dem sonst vereinbarten Streitschlichtungsmechanismus mit sich bringt, ist nachfolgend auf die Gründe, weshalb die beschleunigte Schiedsgerichtsbarkeit als Streiterledigungsmechanismus in Preisanpassungsklauseln eine echte Alternative zum Schiedsgutachtenverfahren darstellt, näher einzugehen.

2. Die Merkmale des beschleunigten Schiedsverfahrens

Das beschleunigte Verfahren zeichnet sich – wie sein Name erahnen lässt – dadurch aus, dass rasch ein Schiedsspruch ergeht. So sehen sowohl die ICC Rules als auch die Swiss Rules zum beschleunigten Schiedsverfahren vor, dass der Schiedsspruch innert sechs Monaten ergehen muss.⁴⁰ Dies zwingt sowohl die Parteien als auch das Schiedsgericht dazu, das Verfahren straff auszugestalten und entsprechend straff zu führen. Dies bedeutet unter anderem, dass ein einfacher statt des üblichen doppelten Schriftenwechsels stattfindet oder dass das Schiedsgericht z.B. die Länge der schriftlichen Eingaben oder die Anträge auf Herausgabe von Dokumenten beschränkt. An der grundsätzlichen Flexibilität, die die Schiedsgerichtsbarkeit auszeichnet, ändert das beschleunigte Verfahren aber nichts.

Hervorzuheben ist insbesondere, dass die Regeln für das beschleunigte Schiedsverfahren die Parteien nicht daran hindern, ihre Standpunkte durch Zeugen sowie (Partei-)Gutachten zu stützen. Auch im Rahmen eines beschleunigten Schiedsverfahrens haben die Parteien – wenn sie nichts anderes vereinbaren – einen Anspruch darauf, dass ihre Zeugen und Gutachter angehört werden und dass sie die Zeugen und Gutachter der Gegenpartei ins Kreuzverhör nehmen können. Die Möglichkeit, Parteigutachten einzureichen und die Parteigutachter einzuvernehmen, ist in diesem Zusammenhang besonders wichtig. Wie dargelegt, geht es den Parteien bei der Wahl des Schiedsgutachtenverfahrens als Streiterledigungsverfahren für Preisanpassungsstreitig-

⁴⁰ Artikel 4 Abs. 1 des Anhangs VI der ICC Rules; Artikel 42 Abs. 2 lit. e der Swiss Rules.

keiten darum, sicherzustellen, dass die für die Preisberechnung relevanten Tatsachen von einer fachkundigen Person erhoben werden. Werden nun Preisstreitigkeiten durch das Schiedsgericht im beschleunigten Verfahren entschieden, so bietet die Möglichkeit, Parteigutachten einzureichen und die Parteigutachter einzuvernehmen, Gewähr dafür, dass die Aspekte von Preisstreitigkeiten, für welche Fachwissen erforderlich ist, in geeigneter Form in das Verfahren Eingang finden, obschon als Schiedsrichter kaum Revisoren oder Buchhalter amten.

Im Gegensatz zum Schiedsgutachtenverfahren hat die beschleunigte Schiedsgerichtsbarkeit als Streiterledigungsmechanismus für Preisstreitigkeiten sodann den überzeugenden Vorteil, dass der Schiedsspruch nicht nur einen Teilaspekt des Preisstreites zum Gegenstand hat, sondern den Streit als Ganzes beilegt.⁴¹ Dies bedeutet, dass die Parteien mit dem im beschleunigten Verfahren innert sechs Monaten zu erlassenden Schiedsspruch über einen Vollstreckungstitel verfügen. Auch der Umstand, dass sich das Schiedsgericht und nicht ein Schiedsgutachter mit der erforderlichen Expertise mit zum Teil komplexen buchhalterischen Fragen befassen muss, ist kein Grund zur Sorge. Zum einen wurde bereits darauf hingewiesen, dass auch im beschleunigten Verfahren die Möglichkeit besteht, Parteigutachten einzureichen und die Parteigutachter einzuvernehmen, und dass dadurch sichergestellt werden kann, dass das Fachwissen in das Verfahren Eingang findet und so das Schiedsgericht bei der Meinungsbildung unterstützt wird. Zum anderen sind Schiedsgerichte regelmässig mit technisch anspruchsvollen Fragen aus Fachgebieten konfrontiert, in welchen sie keine Experten sind. Dass ein Schiedsgericht Fragen lösen muss, für welche nicht es, sondern die Partei und ihre Gutachter über (vertieftes) Fachwissen verfügen, ist nichts Aussergewöhnliches. So sind Schiedsgerichte häufig mit komplexen Schadenersatzberechnungen konfrontiert. Der Umstand, dass der Schiedsspruch den Streit als Ganzes beilegt, ist deshalb auch unter diesem Gesichtspunkt als Vorteil gegenüber dem Schiedsgutachtenverfahren zu werten.

Schliesslich gilt es, die mannigfachen Vorzüge der institutionellen Schiedsgerichtsbarkeit kurz in Erinnerung zu rufen. Die Schiedsinstitutionen stellen den Parteien (mehrheitlich) dispositive Regeln zur Verfügung. Anders als im Schiedsgutachterverfahren besteht daher keine Notwendigkeit für eine detaillierte Regelung des Streitbeilegungsverfahrens in der „*opting-in*“ Klausel. Ebenso erübrigt sich die Bestimmung einer Ernennungsbehörde für den Fall,

⁴¹ So im Ansatz auch Tschäni/Frey, 88.

dass sich die Parteien nicht einigen können oder eine Partei die Mitwirkung verweigert.⁴² In diesen und anderen Fragen steht den Parteien auch im beschleunigten Schiedsverfahren die Schiedsinstitution unterstützend zur Seite.

IV. Schlussfolgerungen

Das Schiedsgutachten als Mittel zur Erledigung von Preisstreitigkeiten ist und bleibt in verschiedenster Hinsicht angreifbar, ungeachtet dessen wie ausführlich die Schiedsgutachtenklauseln formuliert sind. Die Schwachstellen des Schiedsgutachtens sind wesensimmanent. Letztlich funktioniert das Schiedsgutachten als Schlichtungsmechanismus – trotz facettenreicher und sorgfältig redigierter Klauseln – nur dann, wenn beide Parteien auch nach Ausbruch der Streitigkeit weiterhin bereit sind, sich dem Streitbeilegungsmechanismus des Schiedsgutachtens zu unterwerfen. Trifft dies zu, so eignet sich das Schiedsgutachten hervorragend zur Schlichtung von Preisstreitigkeiten. Mit dem Schiedsgutachten wird über die Preisfrage rasch, effizient und kostengünstig Klarheit geschaffen. Ansonsten kann sich das Schiedsgutachten im Extremfall zum Alptraum entwickeln. Mit der beschleunigten Schiedsgerichtsbarkeit steht den Parteien eine echte Alternative zur Verfügung.

Das beschleunigte Schiedsverfahren vereint nach hier vertretener Ansicht das Beste aus zwei Welten. Einerseits wird der Preisstreit im Rahmen eines Verfahrens entschieden, in welchem sowohl die technischen Aspekte als auch die rechtlichen Fragen Beachtung finden und beantwortet werden. Andererseits bietet das beschleunigte Verfahren eine rasche und effiziente Erledigung des Preisstreites. Zwar trifft zu, dass die von den meisten Schiedsordnungen vorgesehene Frist von sechs Monaten für den Erlass des Schiedsspruches deutlich länger ist als die für die Erstellung des Schiedsgutachtens regelmässig vereinbarten 45 Tage oder zwei Monate. Aber diese vereinbarten Fristen werden in der Praxis nicht selten verlängert. Abgesehen davon ist es aus den dargelegten Gründen zudem ein Leichtes, das Schiedsgutachtenverfahren auf unbestimmte Zeit zu verzögern oder sogar zum Erliegen zu bringen. Hingegen verfügen die Parteien mit dem im beschleunigten Verfahren innert sechs Monaten zu erlassenden Schiedsspruch über einen Entscheid, der praktisch weltweit vollstreckbar ist: Schiedssprüche, die im beschleunigten Verfahren ergehen, können nämlich wie jeder andere Schiedsspruch in allen 172 Vertragsstaaten des New Yorker Übereinkommens vollstreckt werden.⁴³

⁴² Von Segesser, 33.

⁴³ New Yorker Übereinkommen vom 10. Juni 1958 über die Anerkennung und Vollstreckung ausländischer Schiedssprüche, abrufbar unter <<https://www.newyorkconvention.org/countries>>.

Kurz, das Schiedsgutachten ist zwar kein Wundermittel, aber heutzutage auch kein notwendiges Übel mehr: Mit der beschleunigten Schiedsgerichtbarkeit steht den Parteien von M&A Verträgen eine attraktive Alternative zur effizienten Beilegung von Preisstreitigkeiten zur Verfügung.

Literaturverzeichnis

- Angstmann Luca, Das Schiedsgutachten im schweizerischen Recht, ZStP 2020, Nr. 3030, Zürich 2020.
- Basler Kommentar, Schweizerische Zivilprozessordnung, in: Spühler Karl/Tenchio Luca/In-fanger Dominik (Hrsg.), 3. A., Basel 2017 (zit. BSK ZPO-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Diem Hans-jakob /Erni Stephan, GesKR 2010, 354 ff.
- Frey Harold/Müller Dominique, Preisanpassungsstreitigkeiten bei Unternehmenskäufen, unter besonderer Berücksichtigung des Schiedsgutachterverfahrens, in: Matthias Oertle et al. (Hrsg.), M&A Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich/St. Gallen 2010, 192 ff.
- Galli Dario/Kündig Michael/Vischer Markus, «Schiedsgutachterklauseln» in M&A-Verträgen, in: Daniel Daeniker et al., GesKR 2018, 424 ff.
- Göksu Tarkan, Schiedsgerichtsbarkeit, Zürich/St. Gallen 2014.
- Grantham Andrew/Schumacher Kai/Huitson-Little Greg, The Role of the Quantum Expert in M&A Disputes, Global Arbitration Review, The Guide to M&A Arbitration, 3. A., 2020.
- Gross Balz, M&A disputes and expert determination: getting to grips with the issues, PLC Cross-border Arbitration Handbook 2010/11, 1 ff.
- Hansen Gerald M., Managing Expert Determinations, Global Arbitration Review, The Guide to M&A Arbitration, 3. A., 2020.
- Hasenböhler/Yañez, Das Beweisrecht der ZPO, Bd. 2, Die Beweismittel, Zürich/Basel/Genf 2019.
- Hofmann Dieter, Fachhandbuch Zivilprozessrecht, Zürich/Basel/Genf 2020.
- Kommentar ZPO, Schweizerische Zivilprozessordnung, in: Brunner Alexander/Gasser Dominik/Schwander Ivo (Hrsg.), 2. A., Zürich/St. Gallen 2016 (zit. DK ZPO-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Kommentar zur Schweizerischen Zivilprozessordnung (ZPO), Sutter-Somm Thomas/Hasenböhler Franz/Leuenberger Christoph (Hrsg.), 3. A., Zürich/Basel/Genf 2016 (zit. SK ZPO-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Kurzkommentar ZPO, Schweizerische Zivilprozessordnung, Oberhammer Paul/Domej Tanja/Haas Ulrich, 3. A., Basel 2021 (zit. KUKO ZPO- Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Meier Isaak, Schweizerisches Zivilprozessrecht, eine kritische Darstellung aus der Sicht von Praxis und Lehre, Zürich/Basel/Genf 2010.
- Sachs Klaus, The interaction between expert determination and arbitration, in: Kaufmann-Kohler Gabrielle/Johnson Alexandra (Hrsg.), Arbitration of Merger and Acquisition Disputes, ASA Special Series No. 24, 2005, 235 ff.

- Schenker Urs, Unternehmenskauf, Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016.
- Tschäni Rudolf/Frey Harold, Streiterledigung in M&A-Transaktionen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIII, Europa Institut Zürich, Band Nr. 113, Zürich 2010.
- Tschäni Rudolf/Frey Harold/Müller Dominique, Streitigkeiten aus M&A-Transaktionen, Zürich 2013.
- von Segesser Georg, Arbitrating pre-closing disputes in merger and acquisition transactions, in: Kaufmann-Kohler Gabrielle/Johnson Alexandra (Hrsg.), Arbitration of Merger and Acquisition Disputes, ASA Special Series No. 24, 2005, 17 ff.
- ZPO Kommentar, Schweizerische Zivilprozessordnung, in: Gehri Myriam A./Jent-Sørensen Ingrid/Sarbach Martin (Hrsg.), 2. A., Zürich 2015 (zit. OFK ZPO-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Zufferey Jean-Baptiste/Perritaz Pierre/Schumacher Valentin, L'expertise-arbitrage / Das Schiedsgutachten, Zürich/Basel/Genf 2013.

Die „Russland-Sanktionen“ im Kontext von M&A-Transaktionen*

Alex Nikitine/Valentin Wiesner

Inhalt

I.	Aktueller Kontext und Rechtsgrundlagen	185
II.	Mandatsannahme durch Kanzlei	188
1.	Subjektive Anknüpfungspunkte	188
2.	Sektorale Anknüpfungspunkte	190
3.	Territoriale Anknüpfungspunkte	192
III.	Implikationen im M&A-Prozess	193
1.	Legal Due Diligence	193
2.	Share Purchase Agreement	196
a)	Parteien	196
b)	Regelung Verkauf Effekte	197
c)	Regelung Verkauf Effekte	199
d)	(Ko-)Finanzierung	200
e)	Zusicherungen	202
f)	Remedy / Haftungsbeschränkungen	203
g)	Aspekte rund um Closing	204
h)	Schadloshaltung (Indemnity)	205
	Literaturverzeichnis	206

I. Aktueller Kontext und Rechtsgrundlagen

Der am 24. Februar 2022 begonnene militärische Angriff auf die Ukraine durch Russland markiert eine Zeitwende in der europäischen Nachkriegsgeschichte. In der Folge verhängen zahlreiche Handelspartner der Schweiz weitreichende Wirtschaftssanktionen gegen die Russische Föderation sowie individuelle Sanktionen gegen natürliche und juristische Personen, die für die Unterstützung, Finanzierung oder Durchführung von Handlungen, die die territoriale Unversehrtheit, die Souveränität und die Unabhängigkeit der Ukraine untergraben oder bedrohen, verantwortlich sind oder davon profitieren. Schnell in

* 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.

ihrer Reaktion war dabei die Europäische Union (EU), die umgehend ihre ursprünglich als Reaktion auf die unrechtmässige Annexion der Krim und Sewastopols und weitere Handlungen Russlands erlassenen Sanktionen deutlich verschärfte und ausweitete.¹

Die Reaktion der Schweiz war zögerlich. In einer vielbeachteten Pressekonferenz vom 24. Februar 2022 kritisierte Bundespräsident Ignazio Cassis zwar die russische Invasion deutlich: „Heute ist ein trauriger Tag, wie wir ihn schon lange nicht mehr gesehen haben.“² Separate Sanktionen wollte der Bundesrat jedoch nicht erlassen, sondern er beschränkte sich damals auf die Umsetzung von Massnahmen zur Verhinderung der EU-Sanktionen, die in die bereits im Jahr 2014 erlassene Verordnung über Massnahmen im Zusammenhang mit der Situation in der Ukraine vom 27. August 2014 (SR 946.231.176.72) integriert wurden. Jene Verordnung wurde vom Bundesrat im Zuge der erwähnten Annexion der Krim und Sewastopols erlassen.

Nach nationalem und internationalem Gegenwind vollzog der Bundesrat vier Tage später eine Kehrtwende und kündigte an, die von der EU erlassenen Sanktionen zu übernehmen.³ Am 4. März 2022 wurde deshalb die bestehende Verordnung aufgehoben und mit der gleichnamigen Verordnung über Massnahmen im Zusammenhang mit der Situation in der Ukraine (Ukraine-Verordnung)⁴ ersetzt, die seither bereits rund 40 Mal (!) angepasst wurde, letztmalig am 19. April 2023. Grundlage hierfür bildet das Embargogesetz⁵, welches es dem Bund erlaubt, Zwangsmassnahmen zu erlassen, um Sanktionen durchzusetzen, die von der Organisation der Vereinten Nationen, der Organisation für Sicherheit und Zusammenarbeit in Europa oder von den wichtigsten Han-

¹ Verordnung (EU) 269/2014 des Rates vom 17. März 2014 über restriktive Massnahmen angesichts von Handlungen, die die territoriale Unversehrtheit, Souveränität und Unabhängigkeit der Ukraine untergraben oder bedrohen, ABl L 078 vom 17. März 2014, 6; Verordnung (EU) 833/2014 des Rates vom 31. Juli 2014 über restriktive Massnahmen angesichts der Handlungen Russlands, die die Lage in der Ukraine destabilisieren, ABl L 229 vom 31. Juli 2014, 1.

² Erklärung von Bundespräsident Ignazio Cassis, Erklärung – Aktuelle Entwicklung in der Ukraine (de, fr, it), 24. Februar 2022, abrufbar unter <<https://www.admin.ch/gov/en/start/documentation/media-releases.msg-id-87336.html>>.

³ Medienmitteilung des Bundesrats, Schweiz übernimmt EU-Sanktionen gegen Russland, 28. Februar 2022, abrufbar unter <<https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen/bundesrat.msg-id-87386.html>>.

⁴ Verordnung über Massnahmen im Zusammenhang mit der Situation in der Ukraine vom 4. März 2022 (Ukraine-Verordnung, SR 946.231.176.72).

⁵ Bundesgesetz über die Durchsetzung von internationalen Sanktionen vom 22. März 2002 (Embargogesetz, EmbG, SR 946.231).

delspartnern der Schweiz (namentlich der EU⁶) beschlossen worden sind und die der Einhaltung des Völkerrechts, namentlich der Respektierung der Menschenrechte, dienen.⁷

Wie bereits der Wortlaut von Art. 1 Abs. 1 EmbG klarstellt erfolgt die Übernahme der von der EU beschlossenen Sanktionen durch den Bund freiwillig und nicht automatisch. Das Staatssekretariat für Wirtschaft SECO (SECO) stellt denn auch klar, dass der Bundesrat über die Übernahme im Einzelfall und aufgrund einer Abwägung unter Berücksichtigung ausenpolitischer, ausenwirtschaftspolitischer und rechtlicher Kriterien entscheidet.⁸ Faktisch hat die Schweiz einen Grossteil der seitens der EU beschlossenen Sanktionen übernommen und teils gar wortgetreu umgesetzt. Entsprechend empfiehlt es sich, bei Auslegungsfragen in der Praxis neben den vom SECO publizierten Auslegungserläuterungen⁹ auch die konsolidierten häufigen Fragen der EU-Kommission¹⁰ zu konsultieren, wobei selbstverständlich nur die zuständigen Gerichte über die konkrete Auslegung entscheiden können.

Die Ukraine-Verordnung enthält gleich wie ihre EU-Pendants weitgehende Sanktionen gegen natürliche und juristische Personen sowie umfassende Wirtschaftssanktionen. Daraus ergeben sich zahlreiche Querbezüge zu M&A-Transaktionen. Dieser Beitrag soll ausgewählte Aspekte des Schweizer Sanktionsregimes im Kontext von M&A-Transaktionen exemplarisch von Beginn einer möglichen Transaktion (Mandatsannahme) bis zur konkreten Vertragsgestaltung und -umsetzung beleuchten. Im Vordergrund steht hierbei auf-

⁶ Botschaft des Bundesrates vom 20. Dezember 2000 zum Bundesgesetz über die Durchsetzung von internationalen Sanktionen, BBl 2001, 1433 ff., 1455.

⁷ Art. 1 Abs. 1 EmbG.

⁸ SECO, FAQ – Sanktionen gegen Russland, abrufbar unter <https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Aussenwirtschaftspolitik_Wirtschaftliche_Zusammenarbeit/Wirtschaftsbeziehungen/exportkontrollen-und-sanktionen/sanktionen-embargos/sanktionsmassnahmen/faq_russland_ukraine.html>.

⁹ SECO, Auslegung der Artikel 12, 13, 14, 14a, 14c, 15, 16, 20, 21, 23, 25, 28b und 28d der Verordnung über Massnahmen im Zusammenhang mit der Situation in der Ukraine (SR 946.231.176.72), 2. Mai 2023, abrufbar unter <https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Aussenwirtschaftspolitik_Wirtschaftliche_Zusammenarbeit/Wirtschaftsbeziehungen/exportkontrollen-und-sanktionen/sanktionen-embargos/sanktionsmassnahmen/faq_russland_ukraine.html>.

¹⁰ EU-Kommission, Commission consolidated FAQs on the implementation of Council Regulation No 833/2014 and Council Regulation No 269/2014, issued 22 June 2022, zuletzt aktualisiert am 10. Mai 2023, abrufbar unter <https://finance.ec.europa.eu/eu-and-world/sanctions-restrictive-measures/sanctions-adopted-following-russias-military-aggression-against-ukraine/frequently-asked-questions-sanctions-against-russia_en> (zit. EU-FAQ).

grund der Bedeutung für die Praxis der Aktienkaufvertrag (*Share Purchase Agreement*). Neben den Auslegungserläuterungen des SECO und der EU-Kommission stützt sich dieser Beitrag auch auf Praxiserfahrungen. Auch wenn der Fokus dieses Beitrags primär auf dem Schweizer Sanktionsregime, das vom Territorialitätsprinzip geprägt ist, liegt, sollte in der Praxis stets beachtet werden, dass u.U. auch ausländische Sanktionsregime Anwendung finden könnten. So ist insbesondere das US-Sanktionsregime für seinen äusserst breiten, extraterritorialen Anwendungsbereich bekannt.¹¹ Auch die EU-Verordnungen können, obschon sie ebenfalls auf dem Territorialitätsprinzip basieren, Anwendung auf Sachverhalt ausserhalb der EU finden (namentlich indem sie für Personen, die die Staatsangehörigkeit eines Mitgliedstaats besitzen, auch ausserhalb der EU gelten).¹²

II. Mandatsannahme durch Kanzlei

Für M&A-Transaktionen werden typischerweise Anwaltskanzleien beigezogen, welche eine Partei in rechtlicher und/oder allenfalls steuerlicher Hinsicht beraten. Jene Beratung erfolgt auf Basis eines Auftrags (Mandats), der für solche Zwecke schweizerischem Recht untersteht. Im Zuge einer solchen ersuchten Mandatierung ist zu prüfen, ob sanktionsrelevante Anknüpfungspunkte vorliegen, die einer Mandatierung entgegenstehen oder die die Mandatsarbeit entscheidend einschränken könnten. Diese können in subjektiver, sektoraler oder territorialer Hinsicht vorliegen.

I. Subjektive Anknüpfungspunkte

Subjektive Anknüpfungspunkte ergeben sich primär dadurch, dass eine natürliche Person, ein Unternehmen oder eine Organisation individuellen Sanktionen unterliegt. In der Ukraine-Verordnung betrifft dies hauptsächlich die in Anhang 8 aufgeführten natürlichen Personen, Unternehmen und Organisationen.¹³ Art. 15 Abs. 1 der Ukraine-Verordnung sieht eine Sperrung von Geldern und wirtschaftlichen Ressourcen vor, die sich im Eigentum oder unter direkter oder indirekter Kontrolle befinden von (i) Personen, Unternehmen und Organisationen nach Anhang 8, (ii) natürlichen Personen, Unternehmen

¹¹ Siehe hierzu z.B. Zumstein, 102 ff.

¹² Vgl. Art. 13 Verordnung (EU) 833/2014; Art. 17 Verordnung (EU) 269/2014.

¹³ Abrufbar unter <https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Aussenwirtschaftspolitik_Wirtschaftliche_Zusammenarbeit/Wirtschaftsbeziehungen/exportkontrollen-und-sanktionen/sanktionen-embargos/sanktionsmassnahmen/massnahmen-zur-vermeidung-der-umgehung-internationaler-sanktionen.html>.

und Organisationen, die im Namen oder auf Anweisung der Personen, Unternehmen und Organisationen nach Absatz (i) handeln und (iii) Unternehmen und Organisationen, die sich im Eigentum oder unter Kontrolle der natürlichen Personen, Unternehmen und Organisationen nach Absatz (i) oder (ii) befinden. Zudem ist es verboten, solchen natürlichen Personen, Unternehmen und Organisationen Gelder zu überweisen oder ihnen Gelder und wirtschaftliche Ressourcen direkt oder indirekt zur Verfügung zu stellen.¹⁴ Aufgrund der äusserst breiten Definition des Begriffs der „wirtschaftlichen Ressourcen“ in Art. 1 lit. c der Ukraine-Verordnung muss davon ausgegangen werden, dass unter die Zurverfügungstellung „wirtschaftlicher Ressourcen“ insbesondere auch die Rechtsberatung (jedenfalls im Rahmen des Wirtschaftsrechts) fallen kann.¹⁵

Neben den entsprechenden Anhängen zur Ukraine-Verordnung stellt das SECO zusätzlich eine Online-Abfrage¹⁶ zur Verfügung, mit der geprüft werden kann, ob gegen eine natürliche Person, ein Unternehmen oder eine Organisation individuelle Sanktionen erlassen wurden. Indessen illustriert Art. 15 der Ukraine-Verordnung, dass der Abgleich mit der Sanktionsliste bzw. die Suche nach Sanktionsadressaten für eine sorgfältige Überprüfung gerade *nicht* ausreicht. Indirekte Tatbestände können ebenso problematisch sein. So sind Tochtergesellschaften von sanktionierten Personen grundsätzlich ebenfalls von der Sperrung von Geldern und wirtschaftlichen Ressourcen betroffen.¹⁷ Im Rahmen einer sorgfältigen Überprüfung ist daher angezeigt, nicht nur die betroffenen Parteien, sondern auch deren direkten und indirekten Aktionäre (letztlich bis zu den wirtschaftlich berechtigten natürlichen Personen) zu prüfen.

Während Art. 15 der Ukraine-Verordnung es verbietet, bestimmten Personen, Unternehmen und Organisationen Gelder zu überweisen oder ihnen Gelder und wirtschaftliche Ressourcen direkt oder indirekt zur Verfügung zu stellen, gibt es jedoch Ausnahmen von diesem Verbot, beispielsweise wenn es sich um humanitäre Aktivitäten oder Unterstützung der Zivilbevölkerung im Zusammenhang mit der Situation in der Ukraine handelt.¹⁸ Weitere Ausnahmen be-

¹⁴ Art. 15 Abs. 2 Ukraine-Verordnung.

¹⁵ Siehe Art. 1(d) Verordnung (EU) 269/2014; Stellungnahme der Europäischen Kommission vom 19. Juni 2020 zu Artikel 2 der Verordnung (EU) 269/2014 C (2020) 4117 final.

¹⁶ Abrufbar unter <https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Aussenwirtschaftspolitik_Wirtschaftliche_Zusammenarbeit/Wirtschaftsbeziehungen/exportkontrollen-und-sanktionen/sanktionen-embargos/sanktionsmassnahmen/suche_sanktionsadressaten.html>.

¹⁷ Vgl. EU-FAQ.

¹⁸ Art. 15 Abs. 3 Ukraine-Verordnung.

treffen die Erfüllung amtlicher Tätigkeiten diplomatischer oder konsularischer Vertretungen der Schweiz und offizieller Missionen des Bundes sowie die Bereitstellung bestimmter Fernmeldedienste, zugehöriger Einrichtungen und Dienste sowie Rechenzentrumsdienste in der Schweiz und in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR).¹⁹ Das SECO ist befugt, in Ausnahmefällen von den in Art. 15 der Ukraine-Verordnung festgelegten Verboten abzuweichen, um humanitäre Aktivitäten oder Unterstützung der Zivilbevölkerung zu ermöglichen. Diese Ausnahmen dürften für M&A-Transaktionen nicht relevant sein. Darüber hinaus – und im Kontext einer M&A-Transaktion durchaus denkbar – kann das SECO in Ausnahmefällen die Freigabe gesperrter Gelder oder wirtschaftlicher Ressourcen, Zahlungen von gesperrten Konten oder die Übertragung gesperrter Vermögenswerte bewilligen. Mögliche Gründe für solche Ausnahmen sind u.a. die Vermeidung von Härtefällen, die Erfüllung bestehender Verträge, die Erfüllung von Forderungen, die Gegenstand einer bestehenden Entscheidung eines Gerichts, einer Verwaltungsstelle oder eines Schiedsgerichts sind sowie die Erfüllung amtlicher Tätigkeiten diplomatischer oder konsularischer Vertretungen oder internationaler Organisationen, die nach dem Völkerrecht Immunität geniessen.²⁰ In bestimmten Fällen kann das SECO auch die Freigabe gesperrter Gelder oder wirtschaftlicher Ressourcen oder die Bereitstellung bestimmter Gelder oder wirtschaftlicher Ressourcen an in Anhang 8 genannte Personen, Unternehmen oder Organisationen bewilligen, um Eigentumsrechte an juristischen Personen, Unternehmen oder Organisationen in der Schweiz oder in den EWR-Mitgliedstaaten verkaufen oder übertragen zu können.²¹ Solche Fälle sind in der Praxis indes äusserst selten.

2. Sektorale Anknüpfungspunkte

Neben den individuellen Sanktionen gegen natürliche Personen, Unternehmen und Organisationen enthält die Ukraine-Verordnung eine Vielzahl von Sanktionsmassnahmen, mit denen gezielt bestimmte *Sektoren* der russischen Wirtschaft sanktioniert werden sollen. Darunter fallen Beschränkungen des Handels von bestimmten relevanten bzw. wichtigen Gütern und Finanzmassnahmen. Auch diese sind bei der Mandatsannahme zu beachten, zumal sie u.U. die Wahrnehmung eines Beratungsmandats faktisch verunmöglichen.

Im Bereich M&A sind an dieser Stelle exemplarisch die restriktiven Massnahmen gemäss Art. 28b Abs. 1 lit. a der Ukraine-Verordnung zu nennen, wonach u.a. der Erwerb neuer oder die Ausweitung bestehender Beteiligungen an ju-

¹⁹ Art. 15 Abs. 3-5 Ukraine-Verordnung.

²⁰ Art. 15 Abs. 5 Ukraine-Verordnung.

²¹ Art. 15 Abs. 6 Ukraine-Verordnung.

ristischen Personen, Unternehmen oder Organisationen, die nach dem Recht eines Staates ausserhalb der Schweiz oder des EWR gegründet oder eingetragen wurden und im Energie- oder im Bergbausektor in der Russischen Föderation tätig sind, verboten ist. Während der Mandatsannahme als solche grundsätzlich nichts im Wege stehen würde, wäre die Transaktion u.U. nicht möglich, weshalb als Reflex auch die umfassende Beratung eingeschränkt wird (mit Ausnahme einer Auskunft über just jene Restriktionen). Das SECO kann hier eine Ausnahme bewilligen, falls die Tätigkeit ausschliesslich zugunsten einer juristischen Person, eines Unternehmens oder einer Organisation erfolgt, die im Energiesektor in der Russischen Föderation tätig ist und die sich im Eigentum eines nach Schweizer Recht oder dem Recht eines EWR-Mitgliedstaates gegründeten oder eingetragenen Unternehmens oder einer solchen Organisation befindet.²²

Die Ukraine-Verordnung enthält zudem zahlreiche Handelsbeschränkungen, die grundsätzlich Käufe und/oder Verkäufe (und teilweise die Durchfuhr und den Transport) von relevanten bzw. wichtigen Gütern aus und nach Russland und aus der und in die Ukraine oder zur Verwendung in Russland oder der Ukraine betreffen. Erfasst sind einerseits offensichtlich sensible Güter wie beispielsweise Rüstungsgüter und doppelt verwendbare Güter (sog. *dual use goods*). Andererseits gelten die Handelsbeschränkungen auch für eine Reihe ziviler Güter, die man so nicht erwarten würde. So führt Anhang 23 der Ukraine-Verordnung eine Vielzahl an Gütern zur Stärkung der Industrie auf (u.a. lebende Pflanzen, Möbel aus Holz, der in Büros verwendeten Art, Stempelkissen, deren Lieferung, Ausfuhr, Durchfuhr und Transport nach oder zur Verwendung in Russland verboten sind. Diese entsprechenden Artikel der Ukraine-Verordnung sehen meist ein zusätzliches Dienstleistungsverbot vor, welches Dienstleistungen aller Art betrifft, die im Zusammenhang mit dem Kauf, dem Verkauf, der Beschaffung, der Lieferung, der Ein-, Aus- und Durchfuhr, der Herstellung oder der Verwendung der sanktionierten Güter stehen. Dieses Verbot gilt, selbst wenn die potentielle Klientin oder die Gegenseite *per se* nicht sanktioniert sind. Somit ist die Rechtsberatung rund um den Handel bzw. die Verwendung oder Herstellung von sanktionierten Gütern verboten; die Rechtsberatung im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion dürfte momentan (noch) nicht einbegriffen zu sein. Aus den EU-FAQ lässt sich diesbezüglich keine konkrete Handlungsempfehlung ableiten. Es wird lediglich auf den breiten Anwendungsbereich verwiesen: „*The term ‚other services‘ is comprehensive. It covers all services that are ‚related to the goods and technology [...] and to the provision, manufacture, maintenance and use of these goods and technology, directly or indirectly to any natural or legal person, entity or body in*

²² Art. 28b Abs. 1 lit. a und Abs. 2 lit. b der Ukraine-Verordnung.

Russia, or for use in Russia“.²³ Sollte die Rechtsberatung im Rahmen einer M&A Transaktion als erlaubt erachtet werden, muss das Reputationsrisiko bei der Beratung eines Unternehmens, welches in einem sanktionierten Bereich handelt, berücksichtigt werden.

3. Territoriale Anknüpfungspunkte

Die Ukraine-Verordnung beinhaltet Massnahmen, die nicht nur die Russische Föderation oder die Ukraine betreffen, sondern auch die sog. bezeichneten Gebiete (vgl. Anhang 6 der Ukraine-Verordnung). Es handelt sich hierbei um die Krim, Sewastopol und um Gebiete der ukrainischen Oblaste Donezk, Luhansk, Cherson und Saporischschja (die nicht von der ukrainischen Regierung kontrolliert werden). Gemäss der Ukraine-Verordnung ist es z.B. verboten, bestimmte Güter in die bezeichneten Gebiete auszuführen. Güter mit Ursprung aus den bezeichneten Gebieten können nur eingeführt werden, wenn ein von den ukrainischen Behörden ausgestelltes Herkunftszertifikat vorliegt.²⁴

Relevant für die Beratung im Rahmen einer M&A-Transaktion ist das Verbot, welches in Art. 25 der Ukraine-Verordnung festgelegt wird: Der Erwerb und die Ausweitung von Beteiligungen an Unternehmen und Immobilien in den bezeichneten Gebieten sowie die Gründung von Joint Ventures zusammen mit Unternehmen oder Organisationen in den bezeichneten Gebieten sind verboten. Im gleichen Artikel wird auch erwähnt, dass die Gewährung von Darlehen und Krediten an Unternehmen und Organisationen in den bezeichneten Gebieten (sowie die Beteiligung an der Vergabe solcher Darlehen und Kredite) verboten sind.²⁵ Vor diesem Hintergrund kann der Hinweis auf diesen Umstand (im Rahmen einer Rechtsberatung) gemacht werden; eine weitergehende Beratung, nämlich eine transaktionale Beratung zwecks Durchführung einer solchen Transaktion, dürfte indes scheitern, weil jener Bereich Gegenstand der Sanktionen ist.

²³ EU-FAQ, C.2.24.

²⁴ Art. 13 und 14 der Ukraine-Verordnung.

²⁵ Art. 25 Abs. 1 und 2 der Ukraine-Verordnung.

III. Implikationen im M&A-Prozess

1. Legal Due Diligence

Im Rahmen von M&A-Transaktionen ist eine sorgfältige (rechtliche) Prüfung (Legal Due Diligence) unerlässlich, wobei gerade bei Transaktionen mit einem Russland-Bezug einer gründlichen Prüfung hohe Aufmerksamkeit zu schenken ist. Dies betrifft insbesondere die personellen Aspekte wie Organe, wirtschaftlich Berechtigte, Geschäftspartner und personelle Verflechtungen.²⁶ Des Weiteren ist die Geschäftstätigkeit hinsichtlich des Sektors, der Güter und des Territoriums, insbesondere im Hinblick auf Anhang 6 der genannten Verordnung, zu prüfen.²⁷ Hierbei wird man nicht darum herum kommen, das Geschäftsmodell und die ihm zugrundeliegende Dokumentation (insbesondere Verträge und Bewilligungen) zu prüfen. Bei Verdacht auf eine Verbindung zu den in der Ukraine-Verordnung genannten Personen, Unternehmen oder Organisationen ist eine erweiterte Due Diligence erforderlich. Dies umfasst eine genaue Abklärung hinsichtlich der involvierten Personen und der Geschäftstätigkeit des Zielunternehmens (Target). Dabei sind die Verträge, Produkte, Lieferketten, Importe und Exporte sowie die angebotenen Dienstleistungen zu überprüfen. Die geographische Abgrenzung ist ebenfalls abzuklären, um mögliche Sanktionen aufgrund territorialer Anknüpfungspunkte auszuschliessen. Darüber hinaus ist zu untersuchen, ob ein bestehender oder drohender „Asset Freeze“ den Zugang zu Vermögenswerten des Targets einschränken könnte. Die (aktuelle oder zukünftige) Finanzierung des Targets, etwa durch Kreditlinien oder Sicherheiten, ist ebenfalls zu prüfen, um mögliche Sanktionsrisiken zu identifizieren.²⁸ Schliesslich sind auch mögliche Carve-outs in Versicherungsverträgen zu beachten, insbesondere im Zusammenhang mit den Art. 13 und 14 der Schweizer Ukraine-Verordnung.²⁹

In der vorliegenden Angelegenheit wird auf drei exemplarische Fallgruppen hingewiesen, welche besondere Beachtung hinsichtlich der Einhaltung der in der Ukraine-Verordnung festgelegten Anforderungen erfordern.

²⁶ Vgl. generell hierzu Tschäni/Diem/Wolf, 35 ff.

²⁷ Art. 13-14 Ukraine-Verordnung.

²⁸ Tschäni/Diem/Wolf, 35 ff.

²⁹ Art. 15 Abs. 5 Ukraine-Verordnung.

Bei der ersten Fallgruppe verbietet die Ukraine-Verordnung in Anhang 8 den Abschluss von Geschäften mit sanktionierten Personen oder mit Unternehmen, die von solchen Personen kontrolliert sind. Hierbei ist die Einhaltung der Sanktionsliste von besonderer Relevanz.³⁰

Die zweite Fallgruppe wird durch die Art. 13 und 14 der Ukraine-Verordnung definiert. Diese betreffen die Einfuhr von Gütern aus den bezeichneten Gebieten und die Ausfuhr von Gütern nach diesen Gebieten.³¹ Gemäss Art. 13 Abs. 1 dürfen Güter mit Ursprung in den in Anhang 6 bezeichneten Gebieten nur eingeführt werden, wenn ein von den ukrainischen Behörden ausgestelltes Herkunftszertifikat vorliegt.³² Die „bezeichneten Gebiete“ sind die Krim, Sewastopol und die Gebiete der ukrainischen Oblaste Donezk, Luhansk, Cherson und Saporischschja, soweit sie nicht von der ukrainischen Regierung kontrolliert werden.³³ Absatz 2 verbietet die Erbringung von Finanzdienstleistungen sowie den Abschluss von Versicherungen und Rückversicherungen im Zusammenhang mit der Einfuhr von Gütern aus diesen Gebieten ohne entsprechendes Herkunftszertifikat.³⁴

Art. 14 regelt die Ausfuhr von Gütern nach den bezeichneten Gebieten und verbietet beispielsweise den Verkauf, die Lieferung, die Ausfuhr und die Durchfuhr von Gütern nach Anhang 7 an Personen, Unternehmen oder Organisationen oder zur Verwendung in den in Anhang 6 bezeichneten Gebieten.³⁵ Als Beispiel dient der Verkauf von Eisen, Stahl, Aufzügen, Geräten für die Forstwirtschaft, Maschinen für Druckplatten, Schreibmaschinen, Messgeräten, Zählmaschinen, Lastkraftwagen, Isolatoren, Sichtsignalgeräten und Elektromotoren, sofern diese in die Krim oder für die Verwendung in der Krim geliefert werden (eine Lieferung nach oder zur Verwendung in Russland ist teilweise zulässig).³⁶ Absatz 2 untersagt die Erbringung von technischer Hilfe, Vermittlungsdiensten oder Bau- oder Ingenieursdienstleistungen sowie die Bereitstellung von Finanzmitteln oder finanzieller Unterstützung im Zusammenhang mit Gütern nach Anhang 7 zugunsten von Personen, Unternehmen oder Organisationen in den in Anhang 6 bezeichneten Gebieten.³⁷ Absatz 3 stellt Ausnahmen für diplomatische oder konsularische Vertretungen, internationale Organisationen, humanitäre Aktivitäten sowie für Spitäler oder Bil-

³⁰ Art. 15 Ukraine-Verordnung.

³¹ Art. 13-14 Ukraine-Verordnung.

³² Art. 13 Abs. 1 Ukraine-Verordnung.

³³ Anhang 6 Ukraine-Verordnung.

³⁴ Art. 13 Abs. 2 Ukraine-Verordnung.

³⁵ Art. 14 Abs. 1 Ukraine-Verordnung.

³⁶ Art. 14a-e Ukraine-Verordnung.

³⁷ Art. 14 Abs. 2 Ukraine-Verordnung.

dungseinrichtungen bereit.³⁸ Das SECO kann gemäss Absatz 4, nach Rücksprache mit den zuständigen Stellen des Eidgenössischen Departements für auswärtige Angelegenheiten (EDA) und des Eidgenössischen Finanzdepartements (EFD), Ausnahmen von den Verboten gewähren, sofern dies zur Abwendung oder Eindämmung von Ereignissen mit schwerwiegenden und wesentlichen Auswirkungen auf die Gesundheit und Sicherheit von Menschen oder die Umwelt erforderlich ist.³⁹ Absatz 5 ermöglicht in hinreichend begründeten dringenden Fällen den Verkauf, die Lieferung, die Weitergabe oder die Ausfuhr ohne vorherige Genehmigung, sofern der Ausführer das SECO innerhalb von fünf Arbeitstagen darüber informiert und die Gründe für den Verkauf, die Lieferung, die Weitergabe oder die Ausfuhr ohne vorherige Genehmigung ausführlich darlegt.⁴⁰

Die dritte Fallgruppe betrifft Verbote der Erfüllung bestimmter Forderungen in einem bestimmten Sektor.⁴¹ Gemäss Art. 30 der Ukraine-Verordnung ist die Erfüllung bestimmter Forderungen untersagt. Die Regelung betrifft Forderungen, die auf einen Vertrag oder ein Geschäft zurückgehen, deren Durchführung direkt oder indirekt durch Massnahmen nach der Ukraine-Verordnung, der Verordnung vom 27. August 2014 über Massnahmen im Zusammenhang mit der Situation in der Ukraine oder der Verordnung vom 2. April 2014 über Massnahmen zur Vermeidung der Umgehung internationaler Sanktionen im Zusammenhang mit der Situation in der Ukraine verhindert oder beeinträchtigt wurde. Das Verbot der Erfüllung dieser Forderungen gilt insbesondere für Forderungen von verschiedenen in Art. 30 der Ukraine-Verordnung genannten Gruppen von Personen, Unternehmen oder Organisationen.⁴² Gemäss Art. 30 Abs. 1 der Ukraine-Verordnung sind juristische Personen, Unternehmen oder Organisationen nach den Anhängen der Ukraine-Verordnung betroffen. Diese Gruppe umfasst Personen, die aufgrund ihrer Handlungen oder Beziehungen direkt von den Sanktionen betroffen sind und in den entsprechenden Anhängen aufgeführt sind.⁴³ Darüber hinaus werden juristische Personen, Unternehmen oder Organisationen einbezogen, die ausserhalb der Schweiz und des EWR niedergelassen sind und an denen juristische Personen, Unternehmen oder Organisationen nach den Anhängen der Ukraine-Verordnung zu über fünfzig Prozent unmittelbar oder mittelbar beteiligt sind. Das bedeutet, dass auch Unternehmen, die nicht direkt von den Sanktionen betroffen

³⁸ Art. 14 Abs. 3 Ukraine-Verordnung.

³⁹ Art. 14 Abs. 4 Ukraine-Verordnung.

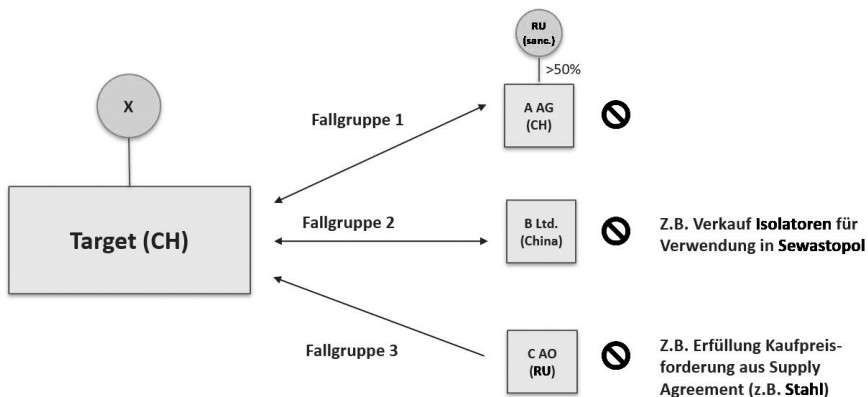
⁴⁰ Art. 14 Abs. 5 Ukraine-Verordnung.

⁴¹ Art. 30 Ukraine-Verordnung.

⁴² Art. 30 Ukraine-Verordnung.

⁴³ Art. 30 Abs. 1a Ukraine-Verordnung.

sind, aber von sanktionierten Personen oder Organisationen kontrolliert werden, in den Anwendungsbereich des Verbots fallen.⁴⁴ Betroffen sind auch alle anderen russischen natürlichen Personen, Unternehmen und Organisationen. Diese Regelung erweitert den Anwendungsbereich des Verbots auf alle russischen Akteure, unabhängig davon, ob sie in den Anhängen der Ukraine-Verordnung aufgeführt sind oder nicht.⁴⁵ Darüber hinaus betrifft die Regelung auch natürliche Personen, Unternehmen oder Organisationen, die im Namen oder auf Anweisung von natürlichen Personen, Unternehmen oder Organisationen nach den Buchstaben Art. 30 Abs. 1a-b der Ukraine-Verordnung handeln. Dies schliesst somit auch solche Akteure ein, die nicht direkt von den Sanktionen betroffen sind, aber im Auftrag oder auf Weisung von sanktionierten Personen oder Organisationen agieren.⁴⁶ Die nachfolgende Abbildung 1 stellt Beispiele der drei Fallgruppen schematisch dar.



Fallgruppen 1-3

2. Share Purchase Agreement

a) Parteien

Bei der Prüfung der „transaktionalen Parteifähigkeit“ (Käufer, Verkäufer, evtl. Finanzierer und weitere formell involvierte Personen oder Unternehmen) ist Art. 15 der Ukraine-Verordnung von zentraler Bedeutung. Diese Bestimmung verbietet es wie oben erwähnt, Personen gemäss Anhang 8 wirtschaftliche

⁴⁴ Art. 30 Abs. 1abis Ukraine-Verordnung.

⁴⁵ Art. 30 Abs. 1b Ukraine-Verordnung.

⁴⁶ Art. 30 Abs. 1c Ukraine-Verordnung.

Ressourcen zur Verfügung zu stellen. Im Rahmen einer Transaktion muss daher geprüft werden, ob eine Partei oder deren *Beneficial Owner* (BO) sanktioniert ist. Ist dies der Fall, ist das Unterzeichnen eines Vertrags zwar grundsätzlich zulässig, nicht jedoch der Vollzug der Transaktion, da sich dann das Problem der Vermögenssperre stellt (beispielsweise das Verkaufsobjekt der Verkäuferpartei). Ein vorzeitiger Parteiwechsel, insbesondere auf der Verkäuferseite, ist nicht ohne weiteres möglich, insbesondere wenn der sanktionierte BO unverändert bleibt. Eine Übertragung der Aktien oder Assets an eine Drittpartei wäre hingegen theoretisch denkbar. In diesem Fall würde jedoch der Käufer das Problem „erben“ bzw. der Wechsel auf Stufe des BO wäre schwer beweisbar, womit das Risiko einer Rechtsumgehung entsteht. Faktisch führt eine „falsche“ Partei dazu, dass die gesamte Transaktion „kontaminiert“ wird, unabhängig von der gewählten Struktur. Ein Wechsel auf Stufe des Käufers ist denkbar, jedoch muss die Beziehung zum neuen Käufer geprüft werden, um sicherzustellen, dass keine Umgehung der Sanktionen stattfindet.

b) *Regelung Verkauf Effekte (unter Art. 23 Ukraine-Verordnung)*

Artikel 23 der Ukraine-Verordnung behandelt das Verbot des Verkaufs von Effekten an bestimmte Personen und Organisationen. Im Einzelnen verbietet Art. 23 Abs. 1 der Ukraine-Verordnung den Verkauf von auf Schweizerfranken oder auf eine amtliche Währung eines EU-Mitgliedstaates lautenden Effekten, die nach dem 12. April 2022 ausgegeben wurden, sowie von Anteilen an kollektiven Kapitalanlagen, die in diesen Effekten investiert sind, an:

1. russische Staatsangehörige, auch wenn sie in der Schweiz ansässig sind (ausgenommen Doppelbürger mit CH- oder EWR-Staatsangehörigkeit),
2. in Russland ansässige natürliche Personen, sowie
3. in Russland niedergelassene Banken, Unternehmen oder Organisationen.⁴⁷

Ein häufiger Anwendungsfall in der aktuellen Praxis betrifft ausstehende Options- oder Wandelrechte. Letzteres gilt grundsätzlich auch für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme, in deren Rahmen Aktien, Optionen oder ähnliche Effekte an Mitarbeitende (z.B. tätig für eine lokale Tochtergesellschaft einer Schweizer Muttergesellschaft) mit Wohnsitz in Russland ausgegeben werden sollen.⁴⁸ Das Verbot von Art. 23 Abs. 1 der Ukraine-Verordnung gilt jedoch nicht, wenn

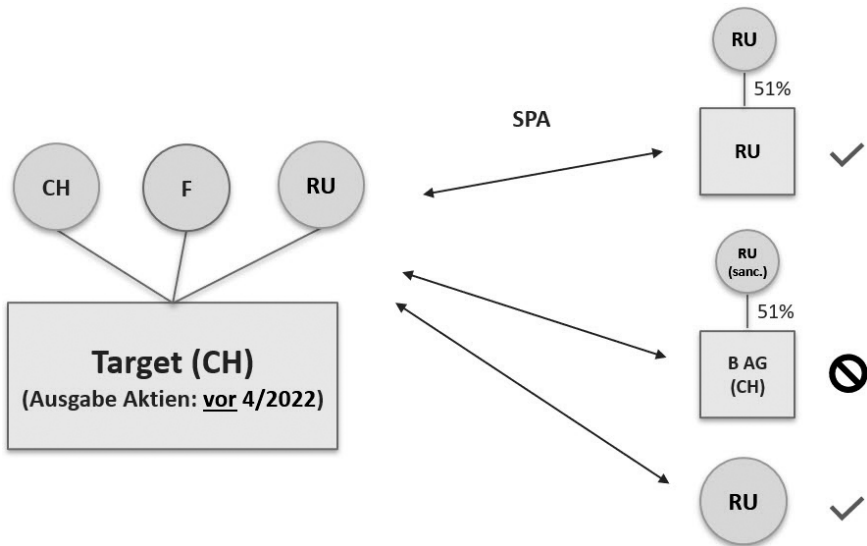
⁴⁷ Art. 23 Abs. 1 Ukraine-Verordnung.

⁴⁸ Vielen Dank an Dr. Andreas Meier (General Counsel der Straumann Holding AG) für die Frage bzw. den Hinweis zu diesem Punkt.

1. die Effekten vor dem 12. April 2022 ausgegeben wurden (was ausgenommen bei laufenden Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen häufig der Fall sein dürfte),
2. die betroffenen natürlichen Personen (russische Staatsangehörige) über einen befristeten oder unbefristeten Aufenthaltstitel der Schweiz (B- oder C-Bewilligung) oder eines EWR-Mitgliedstaats verfügen oder
3. die Transaktion mit einem Schweizer Unternehmen erfolgt, das von einer nicht sanktionierten Person (natürlich oder juristisch) mit Russland-Bezug kontrolliert wird, sofern die Transaktion nicht Art. 30 der Ukraine-Verordnung verletzt.⁴⁹

Der Zweck von Art. 23 der Ukraine-Verordnung, wie in den EU-FAQ analog dargelegt, besteht darin, die Umgehung anderer (Re-)Finanzierungsverbote zu verhindern. In diesem Zusammenhang ist Art. 23 Abs. 2 der Ukraine-Verordnung zu beachten, der das Verbot für Schweizer Staatsangehörige, Staatsangehörige eines EWR-Mitgliedstaats oder des Vereinigten Königreichs sowie für natürliche Personen, die über einen befristeten oder unbefristeten Aufenthaltstitel der Schweiz, eines EWR-Mitgliedstaats oder des Vereinigten Königreichs verfügen, ausdrücklich ausschliesst.⁵⁰

Die nachfolgende Abbildung zeigt verschiedene Konstellationen auf:



⁴⁹ Art. 23 Abs. 1 Ukraine-Verordnung.

⁵⁰ Art. 23 Abs. 2 Ukraine-Verordnung.

c) *Regelung Verkauf Effekte (unter Art. 18 Ukraine-Verordnung)*

Darüber hinaus regelt Art. 18 der Ukraine-Verordnung das Verbot der Ausgabe und des Handels von Effekten und Geldmarktinstrumenten in Bezug auf bestimmte Emittenten. Die Bestimmung unterscheidet dabei zwischen vier Gruppen von Emittenten und den jeweiligen Zeiträumen, in denen die entsprechenden Finanzinstrumente ausgegeben wurden. Für Finanzinstrumente mit einer Laufzeit von mehr als 90 Tagen, die zwischen dem 27. August 2014 und dem 12. November 2014 ausgegeben wurden, und für solche mit einer Laufzeit von mehr als 30 Tagen, die zwischen dem 12. November 2014 und dem 12. April 2022 ausgegeben wurden, sowie für solche, die nach dem 12. April 2022 ausgegeben wurden, gilt Folgendes: In diesen Fällen sind die Unterstützung bei der Ausgabe, der Handel und die Erbringung von Effektdienstleistungen verboten, wenn die Emittenten

- (i) Banken oder andere Unternehmen mit Sitz in der Russischen Föderation gemäss Anhang 9 der Ukraine-Verordnung sind,
- (ii) Banken, Unternehmen oder Organisationen mit Sitz ausserhalb der Schweiz sind, an denen Banken oder Unternehmen nach Anhang 9 zu über fünfzig Prozent beteiligt sind, oder
- (iii) Unternehmen oder Organisationen sind, die im Namen oder auf Anweisung von Banken, Unternehmen oder Organisationen tätig sind.⁵¹

Für Finanzinstrumente, die nach dem 12. April 2022 ausgegeben wurden, wird das gleiche Verbot für Emittenten aus den Anhängen 10 und 11 der Ukraine-Verordnung festgelegt.⁵² Zusätzlich gilt das gleiche Verbot für Finanzinstrumente mit einer Laufzeit von mehr als 30 Tagen, die zwischen dem 12. November 2014 und dem 12. April 2022 ausgegeben wurden, sowie für solche, die nach dem 12. April 2022 ausgegeben wurden, für Emittenten aus den Anhängen 12 und 13.⁵³ Das Verbot gilt auch für Finanzinstrumente, die nach dem 14. März 2022 ausgegeben wurden, und zwar für Emittenten, die die Russische Föderation und ihre Regierung, die Zentralbank der Russischen Föderation oder Unternehmen oder Organisationen sind, die im Namen oder auf Anweisung der Zentralbank der Russischen Föderation handeln.⁵⁴ Ausserdem ist es untersagt, Effekten von in der Russischen Föderation niedergelassenen Banken, Unternehmen oder Organisationen, die von einer staatlichen Stelle kontrolliert wer-

⁵¹ Art. 18 Abs. 1 Ukraine-Verordnung.

⁵² Art. 18 Abs. 2 Ukraine-Verordnung.

⁵³ Art. 18 Abs. 3 Ukraine-Verordnung.

⁵⁴ Art. 18 Abs. 4 Ukraine-Verordnung.

den oder an denen eine staatliche Stelle zu über fünfzig Prozent beteiligt ist, an Handelsplätzen zu notieren und Dienstleistungen dafür zu erbringen oder zum Handel zuzulassen.⁵⁵

d) (Ko-)Finanzierung

Im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen und mit Blick auf die Sanktionsthematik kann auch die Finanzierung des Deals ein Hindernis darstellen. Wenn ein Kreditgeber oder eine Bank auf einer Sanktionsliste steht, kann u.a. eine Sperre der Vermögenswerte verhängt werden, was den ordnungsgemässen Vollzug einer Transaktion verunmöglichen kann.⁵⁶ Dies betrifft auch Finanzinstitute, die nicht im Bankensektor tätig sind. Es ist zudem zu beachten, dass gemäss Art. 25 der Ukraine-Verordnung ein Verbot für Finanzierungen, Beteiligungen und Dienstleistungen in bestimmten Gebieten besteht. Konkret verbietet Art. 25 der Ukraine-Verordnung

1. die Gewährung von Darlehen und Krediten an Unternehmen und Organisationen in den in Anhang 6 bezeichneten Gebieten sowie die Beteiligung an der Vergabe solcher Darlehen und Kredite,⁵⁷
2. den Erwerb und die Ausweitung von Beteiligungen an Unternehmen und Immobilien in den bezeichneten Gebieten sowie die Gründung von Joint Ventures mit Unternehmen oder Organisationen in diesen Gebieten,⁵⁸
3. die Erbringung von Effektdienstleistungen, die direkt mit den Tätigkeiten nach den Absätzen 1 und 2 zusammenhängen,⁵⁹ sowie
4. die Erbringung von Dienstleistungen im Zusammenhang mit tourismusbezogenen Aktivitäten in den bezeichneten Gebieten.⁶⁰

Die Verbote in Art. 25 Abs. 1-3 der Ukraine-Verordnung gelten jedoch nicht für Handlungen, die für die amtliche Tätigkeit diplomatischer oder konsularischer Vertretungen, internationale Organisationen, Spitäler oder Bildungseinrichtungen erforderlich sind oder die Sicherheit der bestehenden Infrastruktur gewährleisten.⁶¹

⁵⁵ Art. 18 Abs. 5 Ukraine-Verordnung.

⁵⁶ Art. 15 Ukraine-Verordnung.

⁵⁷ Art. 25 Abs. 1 Ukraine-Verordnung.

⁵⁸ Art. 25 Abs. 2 Ukraine-Verordnung.

⁵⁹ Art. 25 Abs. 3 Ukraine-Verordnung.

⁶⁰ Art. 25 Abs. 4 Ukraine-Verordnung.

⁶¹ Art. 25 Abs. 5 Ukraine-Verordnung.

Art. 19 der Ukraine-Verordnung regelt das Verbot der Gewährung von Darlehen an bestimmte Empfänger und legt dabei unterschiedliche Zeiträume und Ausnahmen fest.⁶²

Die direkte oder indirekte Gewährung von Darlehen mit einer Laufzeit von mehr als 30 Tagen an Empfänger nach Artikel 18 Absatz 1 oder 3 im Zeitraum zwischen dem 12. November 2014 und dem 5. März 2022 ist verboten.⁶³ Ausserdem wird dieses Verbot auf die direkte oder indirekte Gewährung von Darlehen nach dem 5. März 2022 an Empfänger nach Art. 18 Absätze 1 bis 3 ausgeweitet.⁶⁴ Die direkte oder indirekte Gewährung von Darlehen an Empfänger nach Artikel 18 Absatz 4 nach dem 28. Februar 2022 ist ebenfalls verboten, wobei wiederum Ausnahmen für die Finanzierung des nicht von der Verordnung betroffenen Handels sowie für die Finanzierung der für die Erfüllung eines entsprechenden Handelsvertrags notwendigen Güterlieferungen und Dienstleistungen gelten.⁶⁵ Schliesslich enthält der Artikel ähnliche Regelungen für die Verbote nach Absätzen 1 und 2, wobei hier das massgebliche Datum der 5. März 2022 ist. Voraussetzungen für die Ausnahme von den Verboten sind u.a. die Vereinbarung sämtlicher Bedingungen für die Bezüge oder Auszahlungen vor dem 5. März 2022 und die Festlegung der vollständigen Rückzahlung sowie aller Verpflichtungen, Rechte und Pflichten, die sich aus dem Vertrag ergeben, vor diesem Datum. Zudem darf mit dem Vertrag zum Zeitpunkt seines Abschlusses nicht gegen die Verbote nach dieser Verordnung in der damals geltenden Fassung verstossen worden sein.⁶⁶

Jedoch gibt es auch Ausnahmen: Das Verbot nach Absatz 4 gilt nicht für Bezüge und Auszahlungen aufgrund eines vor dem 28. Februar 2022 abgeschlossenen Vertrags, sofern bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind.⁶⁷ Ausserdem sind Darlehen zur Finanzierung des nicht von der Verordnung betroffenen Handels zwischen der Schweiz oder der EU und Drittstaaten, zur Finanzierung der für die Erfüllung eines entsprechenden Handelsvertrags notwendigen Güterlieferungen und Dienstleistungen aus der EU oder Drittstaaten sowie zur Sicherstellung der gesetzlich vorgeschriebenen Liquidität juristischer Personen mit Sitz in der Schweiz oder der EU, an denen Banken oder Unternehmen

⁶² Art. 19 Ukraine-Verordnung.

⁶³ Art. 19 Abs. 1 Ukraine-Verordnung.

⁶⁴ Art. 19 Abs. 2 Ukraine-Verordnung.

⁶⁵ Art. 19 Abs. 4 Ukraine-Verordnung.

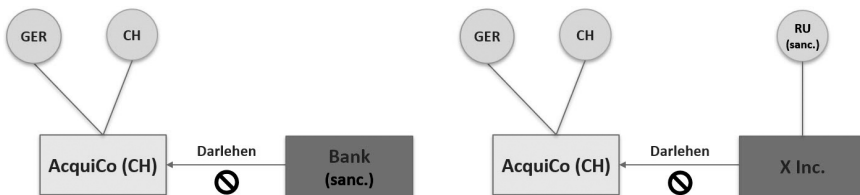
⁶⁶ Art. 19 Abs. 6 Ukraine-Verordnung.

⁶⁷ Wie etwa die Vereinbarung sämtlicher Bedingungen für diese Bezüge oder Auszahlungen vor dem 28. Februar 2022 und die Festlegung der vollständigen Rückzahlung aller zur Verfügung gestellten Mittel sowie aller Verpflichtungen, Rechte und Pflichten, die sich aus dem Vertrag ergeben, vor diesem Datum, vgl. Art. 19 Abs. 5 Ukraine-Verordnung.

nach Anhang 9 zu über fünfzig Prozent beteiligt sind, vom Verbot ausgenommen.⁶⁸ Inwieweit diese Ausnahme zutreffen, muss ihm Rahmen der Beratung (allenfalls Due Diligence) konkret geprüft werden.

Zusätzlich verbietet Art. 26 der Ukraine-Verordnung Investitionen in Projekte, die aus dem Russian Direct Investment Fund kofinanziert werden, sowie Beteiligungen an oder Beiträge zu solchen Projekten.⁶⁹ Das SECO kann jedoch in bestimmten Fällen die Beteiligung an einer Investition oder einen Beitrag an solche Projekte bewilligen, insbesondere wenn diese aufgrund von vor dem 5. März 2022 abgeschlossenen Verträgen oder Nebenabreden zur Erfüllung dieser Verträge erforderlich sind.⁷⁰

Die nachfolgende Abbildung stellt die beiden sanktionierten Finanzierungsmethoden schematisch dar.



e) Zusicherungen

Die Komplexität der Sanktionen, insbesondere in Bezug auf die Ukraine-Verordnung, erfordert die Beachtung zahlreicher Zusicherungen, um rechtliche Risiken zu minimieren und Transaktionen rechtskonform durchzuführen.⁷¹ Hierzu zählen u.a. die Klärung von Fragen zur „Capacity“ in Bezug auf Art. 15 der Ukraine-Verordnung (insbesondere um den Vollzug sicherzustellen), die Gültigkeit der Aussagen des Verkäufers zur wirtschaftlichen Berechtigten der zu verkaufenden Effekte sowie die Einhaltung der Compliance-Vorgaben in allen anwendbaren Rechtsordnungen.

Des Weiteren ist es wichtig, die Gültigkeit und Durchsetzbarkeit der Verträge des Target sowie mögliche Auswirkungen von Sanktionen auf Vertragsverhältnisse zugesichert zu bekommen.⁷² Die Bestätigung bezüglich eines möglichen

⁶⁸ Art. 19 Abs. 3 Ukraine-Verordnung.

⁶⁹ Art. 26 Abs. 1 Ukraine-Verordnung.

⁷⁰ Art. 26 Abs. 2 Ukraine-Verordnung.

⁷¹ Schenker, Garantien 69.

⁷² Schenker, Unternehmenskauf, 170.

Asset Freeze und die Einhaltung von Anti-Korruptionsgesetzen, Sanktionen und Exportkontrollen sind ebenso relevant wie die Prüfung von Genehmigungen in Abhängigkeit von der Geschäftstätigkeit.⁷³

Ungeachtet der gewährten Zusicherungen sollte aus Käufersicht wie oben erwähnt ohnehin eine gründliche Due Diligence durchgeführt werden, um mögliche Risiken frühzeitig, im Idealfall vor Vertragsunterzeichnung, zu identifizieren.⁷⁴ Schadenersatzansprüche nach Vollzug wegen Verletzung einer Zusicherung sind just in diesen Fällen nicht so einfach durchsetzbar. Zusicherungen sollten im Übrigen per Signing, per Closing und für die Dauer dazwischen gewährt werden, wobei die Einhaltung bis zum Closing schriftlich bestätigt werden sollte, durch Officers' Certificates.⁷⁵

Bei Verwendung von Warranty & Indemnity Versicherungen (W&I Versicherungen)⁷⁶ sind mögliche Ausschlüsse aufgrund Russland-Bezug, Krieg oder Unruhen zu beachten. Unter Umständen müsste im Falle eines Ausschlusses das Risiko von den Verkäufern selber getragen werden.

f) *Remedy / Haftungsbeschränkungen*

Im Kontext der Sanktionen sind im Bereich der Rechtsmittel und Haftungsbeschränkungen mehrere Besonderheiten zu beachten, um rechtliche Risiken und mögliche Schäden adäquat abzusichern.

Sanktionen führen primär zu *mittelbaren* Schäden beim Zielunternehmen. Dies ist beim Schadensbegriff bzw. dessen Definition zu beachten. Falls – wie in der Praxis häufig vorkommend – der mittelbare Schaden nur im Falle von dessen Vorausschärbarkeit entschädigt wird, lohnt es sich, sanktionsbedingte Einbussen explizit zu inkludieren (bzw. auszuschliessen, je nach Verhandlungsposition), soweit der Anwendungsbereich der Ukraine-Verordnung im Rahmen des Möglichen liegt.

Bei der Haftungsbeschränkung ist Vorsicht bei Ausschlüssen aufgrund von Gesetzesänderungen geboten. Die Ukraine-Verordnung änderte sich oft und regelmässig, und die EU-Regelungen nehmen eine Vorreiterrolle ein. Änderungen in der EU-Regelung werden nicht immer zeitgleich von der Schweiz übernommen.

⁷³ Schenker, Unternehmenskauf, 316 und 322 f.

⁷⁴ Schenker, Unternehmenskauf, 132.

⁷⁵ Schenker, Unternehmenskauf, 306 f.; vgl. generell zu Officers' Certificates u.a. Nikitine/Galli, 171 ff.

⁷⁶ Siehe zu W&I Versicherungen: Tschäni/Diem/Wolf, 226 f.; für einen Überblick siehe Darstellung von Werlen/Mannsdorfer, 398 ff.

In Bezug auf die Offenlegung muss das *Fair Disclosure*-Konzept vorsichtig eingesetzt werden, um eine Kontroverse über die korrekte (*faire*) Offenlegung zu verhindern. Eine spezifische Offenlegung (mittels expliziter Nennung im Anhang) ist sicherlich empfehlenswert, soweit der Verkäufer Kenntnis eines negativen Einflusses des Sanktionsregimes hat (oder einen solchen ahnt) und den Haftungsausschluss sicherstellen möchte.

Zur Absicherung von Schadenersatzansprüchen sollte das Risiko eines Asset Freeze auf Seiten des Verkäufers beachtet werden. Direkte Schadenersatzansprüche des Käufers führen ins Leere, sollte der Verkäufer den Zugang zu seinen Vermögenswerten verlieren. Dies könnte auch für Escrow-Vereinbarungen gelten, da der Verkäufer einen wirtschaftlichen Anteil daran hat. Die Praxis hat gezeigt, dass auch Bankgarantien im Zusammenhang mit Russland-Bezug schwierig zu erhalten sind. Mit einem Kaufpreisrückbehalt (*Deferred Purchase Price Payment*) kann der Käufer dieses Risiko besser abbilden. Dabei sollte auf eine Formulierung des Verrechnungsrechts für den Käufer geachtet werden, insbesondere im Hinblick auf die Definition von „Gelder“ in der Ukraine-Verordnung.⁷⁷

g) *Aspekte rund um Closing*

Der Problematik rund um Sanktionen ist auch bei den Regelungen zum Vollzug Beachtung zu schenken. Letztlich sind es diese Regeln, welche den Parteien die sequentiell letzte Möglichkeit einräumen, vom Vertrag Abstand zu nehmen. Damit eröffnet sich auch die Möglichkeit, rechtliche Risiken (insbesondere des Käufers) angemessen abzusichern, ohne auf Schadenersatzansprüche und deren Durchsetzung angewiesen zu sein.

Konzeptionell sollte auf Seiten des Käufers zunächst sichergestellt werden, dass ein Verkäufer bzw. das Target zwischen der Unterzeichnung und dem Vollzug keine sanktionierten Aktivitäten eingeht oder Partnerschaften mit sanktionierten Personen aufnimmt. Vollzugshindernisse bestehen, wenn eine Partei neu sanktioniert wird (inklusive der wirtschaftlich Berechtigten), Dienstleistungen an Parteien nicht mehr möglich sind oder die Geschäftstätigkeit des Targets verboten oder eingeschränkt wird. Auch sollte die Einhaltung der Zusicherungen selber als Vollzugsbedingung⁷⁸ vorgesehen werden. Zudem sollte im Kontext der Vollzugsbedingungen eine sog. *Material Adverse Change* Klausel (MAC-Klausel) vorgesehen werden. Eine Konkretisierung der Definition ist hierbei empfehlenswert, beispielsweise dahingehend, dass ein

⁷⁷ Art 1. Abs. 1a Ukraine-Verordnung.

⁷⁸ Schenker, Unternehmenskauf, 306; Honegger/Müller, 46.

MAC (auch) dann vorliegt, wenn eine Partei, ein Finanzierer, das Target oder die Geschäftstätigkeit nach Unterzeichnung unter ein Sanktionsregime fällt.⁷⁹ Ein Rückgriff auf die *Clausula Rebus Sic Stantibus* ist bei Voraussehbarkeit kaum möglich.⁸⁰ Schliesslich sollte eine sog. *No Injunction*-Klausel bei den Vollzugsbedingungen vorgesehen werden.

Bei fragwürdigen Geschäften innerhalb des Targets kann auch eine Umstrukturierung (konkret: *Carve-out*) in Erwägung gezogen werden, wobei die Umsetzung mit Schwierigkeiten verbunden ist. Unter Umständen bleiben nämlich Restrisiken innerhalb gerade derjenigen Einheit bestehen, welche verkauft werden soll.

In gewissen Fällen können Vollzugsbedingungen erst gar nicht erfüllt werden, was *ex ante* bekannt wäre. Das SECO kann hier ausnahmsweise die Freigabe von Assets für die Erfüllung bestehender Verträge oder im Rahmen bestehender Entscheidungen, Gerichtsentscheidungen oder Schiedsgerichtsentscheidungen genehmigen. Zudem kann das SECO die Freigabe bestimmter gesperrter Assets genehmigen, damit Eigentumsrechte an juristischen Personen mit Sitz in der Schweiz oder im EWR bis zum 28. Oktober 2022 verkauft oder übertragen werden können, unter der Bedingung, dass diese Eigentumsrechte sich im Besitz einer Person gemäss Anhang 8 der Ukraine-Verordnung befinden und die Erlöse aus dem Verkauf oder der Übertragung eingefroren bleiben (bzw. treuhänderisch verwahrt werden, wobei die Praxis diesbezüglich in der Schweiz bislang sehr unklar ist).

h) Schadloshaltung (Indemnity)

Die Schadloshaltung (*Indemnity*) ist ein wichtiges Instrument, um finanzielle Risiken im Zusammenhang mit Sanktionen in Verträgen zu adressieren. Eine Schadloshaltungsklausel kann aus Sicht des Käufers grundsätzlich durchaus sinnvoll sein, um sich gegen potenzielle Schäden abzusichern, die durch Sanktionen nach dem Vollzug entstehen könnten.⁸¹ Nur: Der Nutzen einer Schadloshaltungsklausel kann substantiell eingeschränkt sein, namentlich wenn die Zahlungsfähigkeit einer Partei (hier primär des Verkäufers) rechtlich oder faktisch in Frage gestellt ist (durch das Risiko des Einfrierens des Vermögens). Um das Risiko einer eingeschränkten Durchsetzbarkeit der Schadloshaltung abzumildern, können verschiedene Absicherungsmöglichkeiten in Betracht gezogen werden:

⁷⁹ Siehe zu MAC-Klauseln: Blum, 227 ff.

⁸⁰ Schenker, Unternehmenskauf, 266.

⁸¹ Watter, 23.

1. Kaufpreisrückbehalt: Eine Möglichkeit besteht darin, einen Teil des Kaufpreises für eine bestimmte Zeit zurückzubehalten.⁸² Allerdings ist diese Lösung für den Verkäufer auf längere Sicht kaum akzeptabel.
2. Treuhand (Escrow): Eine weitere Option ist die Hinterlegung eines Teils des Kaufpreises auf ein Sperrkonto. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass diese Lösung u.U. ebenfalls nicht durchsetzbar sein könnte.⁸³
3. Verrechnung: Schliesslich kann der Käufer das Risiko durch Verrechnung, beispielsweise mit einer ausstehenden Kaufpreistranche, reduzieren. Dabei sollten mögliche Einschränkungen und rechtliche Rahmenbedingungen berücksichtigt werden.

Literaturverzeichnis

- Blum Oliver, Internationaler Vergleich typischer Klauseln aus M&A-Verträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), M&A XVII, Zürich 2015, 227 ff. Honegger Peter/Müller Danièle, Kaufpreis-anpassung oder Gewährleistung?, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), M&A XV, Zürich 2013, 42 ff.
- Nikitine Alex/Galli Dario, „Officer’s Certificates“ bei M&A-Transaktionen, in: Hans-Jakob Diem (Hrsg.), M&A XXII, Zürich 2021, 171 ff.
- Schenker Urs, Unternehmenskauf, Rechtliche und steuerrechtliche Aspekte, Bern 2016 (zit. Schenker, Unternehmenskauf).
- Schenker Urs, Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in: Oertle Matthias et al. (Hrsg.), Recht und Wirtschaft in der Praxis, 65 ff. (zit. Schenker, Garantien).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zürich, Basel, Genf 2021.
- Watter Rolf, Schadloshaltungsklauseln in M&A-Verträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), M&A XIX, Zürich 2017, 7 ff.
- Werlen Stephan/Mannsdorfer Thomas M., Versicherungen von Transaktionsrisiken, GesKR 2013, 398 ff.
- Zumstein Thierry, Sanctions Américaines: Extraterritorialité et Risques Bancaires, RSDA 2022, 102 ff.

⁸² Tschäni/Diem/Wolf, 173 f.

⁸³ Tschäni/Diem/Wolf, 163 f. und 174 f.

Unternehmensbewertung in der Praxis

Michael Maag/Sara Banelli

Inhalt

I. Einleitung	207
II. Anwendungsbereiche	207
III. Bewertungsmethoden	208
IV. Unternehmenswert vs. Eigenkapitalwert	209
V. Werttreiber	210
VI. Fazit/Schlusswort	210

I. Einleitung

Der vorliegende Beitrag soll das Thema Unternehmensbewertung aus Sicht des Praktikers im Zusammenhang mit der Beratung bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen beleuchten. Hierbei stützt die Praxis selbstverständlich auf das Fundament der Corporate Finance-Theorie ab, orientiert sich aber zudem stark an der vorliegenden Transaktionsstruktur- und dynamik und bedient sich der Erfahrungswerte bestimmter geographischer Regionen und Industrien. Der M&A-Praktiker versteht die Disziplin der Unternehmensbewertung denn auch eher als eine Kunst oder Handwerk als exakte Wissenschaft.

II. Anwendungsbereiche

Die Bedeutung der herangezogenen Bewertungsmethoden und unterliegenden Werttreiber hängt in der Praxis stark vom spezifischen Anwendungsbereich der Unternehmensbewertung ab. Illustrativ können die Anwendungsbereiche in die folgenden Kategorien unterteilt werden:

- (i) Private M&A-Transaktion: die Bewertung resultiert aus einer Kombination aus fundamentaler Bewertung und Wettbewerbsdynamik die sich typischerweise aus dem Auktionscharakter ergibt
- (ii) Öffentliche Übernahme: die Preisfindung ergibt sich aus der Betrachtung der fundamentalen Methoden sowie technischen Marktfaktoren einer börsennotierten Unternehmung. Der Angebotspreis und somit die impli-

zite Bewertung des Unternehmens wird als Prämie gegenüber dem vorherrschenden Marktpreis ausgedrückt und Mindestpreisvorgaben sind zu berücksichtigen

- (iii) Börsengang (IPO): die Preissetzung folgt einem standardisierten Prozess von zahlreichen Feedbackschleifen von Analysten und Investoren an die Syndikatsbanken und basiert sowohl auf detaillierter Fundamentalanalyse als auch der Berücksichtigung der Markt- und Dealdynamik. Um einen positiven Handelsstart zu begünstigen und dem fehlenden Börsen – Track Record des Unternehmens Rechnung zu tragen, werden beim IPO die Aktien typischerweise zu einem Abschlag auf den fairen Wert herausgegeben

III. Bewertungsmethoden

Die Unternehmensbewertung im Kontext von Transaktionen wird typischerweise anhand einer Amalgamation von mehreren Bewertungsmethoden vorgenommen, welche meist graphisch gegenübergestellt werden, wobei die relative Gewichtung abhängig ist vom vorliegenden Sektor, der Deal-Situation und unternehmensspezifischen Faktoren wie Wachstums- und Profitabilitätsprofil. Beispiele dafür sind etwa die folgenden Methoden, wobei die Liste je nach Situation erweitert oder angepasst werden könnte:

- (i) Trading Multiples, welche sich aus dem Unternehmenswert von börsennotierten Vergleichsunternehmen im Verhältnis zu P&L-Größen (sprich Größen aus dem Profit & Loss Statement, wie Umsatz, EBITDA, EBIT etc.) ergeben und insbesondere bei IPOs einen hohen Stellenwert haben. Die Bewertungen von börsennotierten Unternehmen sind vor Kontrollprämie
- (ii) Transaction Multiples, die sich aus dem erzielten Transaktionswert von vergleichbaren Unternehmen im Verhältnis zu P&L-Größen ergeben und eine hohe Relevanz haben bei privaten M&A-Transaktionen
- (iii) Übernahmenprämien, welche den prozentualen Aufpreis eines Übernahmeangebots im Vergleich zum Börsenkurs ausdrücken und bei öffentlichen Übernahmen eine wichtige Referenz innerhalb eines Sektors oder einer Jurisdiktion darstellen
- (iv) Discounted Cash Flow Methode (DCF), welche den Barwert der erwarteten zukünftigen Cash Flows anhand des Business Plans oder – bei kotierten Unternehmen – von Analystenschätzungen sowie eines durchschnittlichen Kapitalkostensatzes errechnet. Sie stellt die allgemeingültigste Methode dar und wird in fast allen Situationen als primäre oder sekundäre Analyse herbeigezogen

- (v) Leveraged Buy-out Analyse (LBO) dient der Beurteilung des Unternehmenswertes für einen Private Equity-Buyer unter gewissen Annahmen bezüglich typischer Renditeerwartungen, Laufzeit, Exitmechanismus und -dynamik und Finanzierungsstruktur

IV. Unternehmenswert vs. Eigenkapitalwert

Der Wert eines Unternehmens wird ausgedrückt als Enterprise Value (EV), welcher dem Wert der operativen Aktivitäten des Unternehmens entspricht, ungeachtet der Finanzierungs- und Eigentümerstruktur. Der Eigenkapitalwert (der auch als Wert pro Aktie ausgedrückt werden kann) ist eine Ableitung des EV und entspricht dem Wert, welcher den Aktionären zuteil wird. Um vom EV auf den Eigenkapitalwert zu schliessen werden die Finanzschulden abgezogen beziehungsweise an die Gläubiger zurückgeführt durch entsprechende Reduktion der Cash-Reserven. Hierzu gilt vereinfacht:

$$\text{Enterprise Value} - \text{Finanzschulden} + \text{Cash-Reserven} = \text{Eigenkapitalwert}$$

Die Differenz Finanzschulden und Cash-Reserven wird als Brücke bezeichnet. Es gibt darüber hinaus weitere Bilanz- und Off-Balance-Sheet Positionen, welche bei der Brücke und somit zur Ermittlung des Eigenkapitalwertes berücksichtigt werden müssen:

Vom EV werden – nebst den klassischen Finanzschulden (u.a. Anleihen, Kredite, Darlehen) – alle Positionen abgezogen, welche den Wert der operativen Aktivitäten begünstigen, jedoch nicht den Aktionären zuzurechnen sind. Dies sind beispielsweise Anteile anderer Gesellschafter an voll-konsolidierten Beteiligungen (sogenannte Minorities), Leasingverbindlichkeiten oder schuldähnliche Rückstellungen.

Dem EV zugerechnet werden hingegen – nebst den Cash-Reserven – alle Positionen, welche das Vermögen der Aktionäre vergrössern, aber nicht Teil des operativen Werts des Unternehmens konstituieren. Dies sind beispielsweise kurzfristige, schnell veräusserbare Finanzanlagen oder Minderheitsbeteiligungen (wenn liquidierbar).

Für den Praktiker ist die Unterscheidung zwischen EV und Eigenkapitalwert sowie die korrekte Ermittlung der Brücke von hoher Relevanz.

V. Werttreiber

Mathematisch und empirisch lässt sich eine starke Beziehung zwischen Unternehmenswert und Wachstumsprofil herleiten. Der Faktor des Wachstums zieht sich durch zahlreiche Positionen des DCF-Modells. Er treibt sowohl die Cash Flows innerhalb der konkreten Planungsperiode als auch die Formel und somit Grösse des Terminal Values. Es ist daher intuitiv klar, dass für ein Unternehmen oder eine Aktie mit einem stärkeren Wachstumsprofil cet.par. ein höherer Preis relativ zum heutigen, unmittelbar erwarteten Gewinn bezahlt wird. Weiter fallen ins Gewicht, wie sicher die zukünftigen Erträge und Cash Flows beurteilt werden, was wiederum im Kapitalkostensatz reflektiert ist. Auch die Profitabilität, ausgedrückt in der Marge, hat eine hohe Aussagekraft bei der Beurteilung der Qualität und Marktposition eines Unternehmens und wird bei der Bewertungsanalyse zur Bestimmung eines angemessenen Mutliples relativ zu Vergleichsunternehmen herangezogen.

Aus Sicht des Private-Equity Investors fliessen käuferspezifische Überlegungen in die Kalkulationsmodelle mit ein: die erwartete Profitabilität und Bewertung beim Exit, die Finanzierungsstruktur und -kosten, das erwartete Cash Flow Profil des Unternehmens sowie die eigenen Renditeanforderungen bestimmen den maximalen Eintrittspreis und somit die Bewertung im LBO. Ein spezifischer Werttreiber hierbei ist der Leverage-Effekt, der im Zuge des Schuldenabbaus zum Tragen kommt und eine überproportionale Beteiligung der Eigenkapitalgeber am Wertzuwachs des Unternehmens ermöglicht.

VI. Fazit/Schlusswort

Eine Diskussion zur Unternehmensbewertung im Transaktionskontext bedarf somit viel praktischer Erfahrung aus Vergleichssituationen, Kenntnisse über das Unternehmen, den Sektor und das breitere Markt- und Finanzierungsumfeld, und stets auch einer kritischen Hinterfragung der verwendeten Annahmen und Methoden.

Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

- 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 Walsler, 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 Holenstein, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Christian Krämer, Stefan Maeder, Nora Markwalder, David Zollinger, 2022 – CHF 39.90.
- Band 222 **Mergers & Acquisitions – Aktuelle Entwicklungen in Recht und Praxis**
24. Züricher Konferenz zu Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2021
HANS-JAKOB DIEM (Hrsg.), mit Beiträgen von Daniel Aegerter, Hans-Jakob Diem, Frank Gerhard, Lorenz Lehmann, Alex Nikitine, Patrick Schmidt, 2022 – CHF 39.90.
- Band 223 **A wonderful world: Neue Möglichkeiten, neues Recht, neue Herausforderungen**
8. Tagung zu Private Equity – Tagungsband 2022
DIETER GERICKE (Hrsg.), mit Beiträgen von Valeria Ceccarelli, Dieter Gericke, Nathan Kaiser, Margrit Marti, Frédéric Rochat, Matthias Staehelin, Kevin Vangehr, Christian Wenger, 2022 – CHF 44.90.

- Band 224 **VAG/AVO Revision – Evolution oder Revolution?**
HANSJÜRG APPENZELLER, MONICA MÄCHLER (Hrsg.), mit Beiträgen von Hansjürg Appenzeller, Daniel Bell, Petra Ginter, Olivier Hirsbrunner, Peter Ch. Hsu, Michel Kähr, Irene Klauer, Monica Mächler, Birgit Rutishauser Hernandez Ortega, Katja Roth Pellanda, Rolf H. Weber, 2023 – CHF 39.90.
- Band 225 **Aktuelle Fragen zum schweizerischen und internationalen Kapitalmarktrecht**
THOMAS U. REUTTER, THOMAS WERLEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Olivier Buff, Matthias Courvoisier, Sandro Fehlmann, Daniel Häusermann, Patrick Hünerwadel, Urs Kägi, Camilla Kehler-Weiss, Dominique Müller, Oliver Seiler, Philip Spoerlé, Matthias Tanner, Simon Vorburger, 2023 – CHF 44.90.
- Band 226 **European Integration Perspectives in Times of Global Crises**
13th Network Europe Conference, Athens, 19 – 22 June 2022
ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER, CORINNE REBER (Hrsg.), mit Beiträgen von Michael Ambühl, Jelena Ceranic Perisic, Viorel Cibotaru, Christelle Genoud, Christos V. Gortsos, Iris Goldner Lang, Nora Meier, Peter Christian Müller-Graff, Eva Pils, Clara Portela, Peter R. Rodrigues, 2023 – CHF 39.90.
- Band 227 **Jahrbuch Wirtschaftsrecht Schweiz – EU**
Überblick und Kommentar 2022/23
ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi, Hansjürg Appenzeller, Tobias Baumgartner, David Bruch, Alexander Brunner, Janick Elsener, Jana Fischer, Thomas Geiser, Ulrike I. Heinrich, Vanessa Isler, Eva Jürgens, Brigitta Kratz, David Mamane, Jochen Meyer-Burow, Peter Rechsteiner, René Schreiber, Stefan Sulzer, Selim Tisli, Dirk Trüten, Wesselina Uebe, Andreas R. Ziegler, 2023 – CHF 54.90.
- Band 228 **Nur gut gemeint? – Vorsatz, Absicht und Schuld im Wirtschaftsstrafrecht**
13. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2022
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Ladina Cavelti, Friedrich Frank, Elmar Habermeyer, Daniel Holenstein, Nicolas Leu, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Nora Markwalder, Peter Pellegrini, David Zollinger, 2023 – CHF 39.90.
- Band 229 **Managerhaftung bei Unternehmenskrisen und -zusammenbrüchen**
11. Zürcher Tagung zur Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht – Tagungsband 2022
PETER R. ISLER, ROLF SETHE (Hrsg.), mit Beiträgen von Daniel Dedeyan, Patrick Dummermuth, Peter R. Isler, Karl Schädler, Rolf Sethe, Thomas Trölitzsch, Karl Wüthrich, 2023 – CHF 44.90.

Weitere Publikationen und Monografien

Internet Governance at the Point of No Return

ROLF H. WEBER, 2021 – CHF 39.00.

Grundprobleme der Invaliditätsbemessung in der Invalidenversicherung

PHILIPP EGLI, MARTINA FILIPPO, THOMAS GÄCHTER, MICHAEL E. MEIER, 2021 – CHF 54.90/44.90.

Begegnungen

Beiträge von Assistierenden zum 50. Geburtstag von Thomas Gächter

KERSTIN NOËLLE VOKINGER, MATTHIAS KRADOLFER, PHILIPP EGLI (Hrsg.), mit Beiträgen von Matthias Appenzeller, Meret Baumann, Petra Betschart-Koller, Brigitte Blum-Schneider, Caroline Brugger Schmidt, Danka Dusek, Philipp Egli, Martina Filippo, Maya Geckeler Hunziker, Kaspar Gerber, Sarah Hack-Leoni, Silvio Hauser, Matthias Kradolfer, Michael E. Meier, Eva Slavik, Jürg Marcel Tiefenthal, Dania Tresp, 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 Verwaltungsrechtspflege

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 Bringham, 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.

Can. 844 § 4 CIC/83 und Can. 671 § 4 CCEO im Licht des Kommunionstreits der deutschen Bischöfe

ANDREA G. RÖLLIN, 2023 – CHF 79.90/99.90.

75 Jahre GATT

RICHARD SENTI, 2023 – CHF 19.90.

Anerkannte Fachleute beleuchten aktuelle Rechts- und Praxisentwicklungen im Bereich der Unternehmensübernahmen und -zusammenschlüsse. Die Themen umfassen unfreundliche Übernahmen, innovative M&A-Transaktionsformen, Carve-out-Transaktionen, Schiedsgutachterverfahren, Sanktionen und Sanktionsrisiken in M&A-Transaktionen sowie die Unternehmensbewertung. Ausserdem wird aus Anlass des 25-jährigen Geburtstages der Reihe „Mergers & Acquisitions“ eine Rückschau auf die Entwicklungen im M&A-Bereich der letzten 25 Jahre gewagt.

Mit Beiträgen von:

Sara Banelli
Alexander Cochart
Hans-Jakob Diem
Dieter Dubs
Dieter Gericke
Michael Maag

Alex Nikitine
Mariella Orelli
Fabienne Perlini-Frehner
Katalin Siklosi
Philippe A. Weber
Valentin Wiesner