



# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:

Tino Gaberthüel, Matthias Wolf

## Aufbruchstimmung in der M&A-Landschaft

27. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions  
Tagungsband 2024





# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

---

Herausgeber:

Tino Gaberthüel, Matthias Wolf

## Aufbruchstimmung in der M&A-Landschaft

27. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions  
Tagungsband 2024

EIZ  Publishing

---



Aufbruchstimmung in der M&A-Landschaft Copyright © by Tino Gaberthüel and Matthias Wolf is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/), except where otherwise noted.

© 2025 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

**Herausgeber:** Tino Gaberthüel, Matthias Wolf – Europa Institut an der Universität Zürich

**Verlag:** EIZ Publishing ([eizpublishing.ch](https://eizpublishing.ch)), Bellerivestrasse 49, 8008 Zürich, [eizpublishing@europa-institut.ch](mailto:eizpublishing@europa-institut.ch)

**ISBN:**

978-3-03994-028-8 (Print – Softcover)

978-3-03994-029-5 (ePub)

**DOI:** <https://doi.org/10.36862/6GVK-CDHK>

**Version:** 1.01 – 20250911

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar: <https://eizpublishing.ch/publikationen/aufbruchstimmung-in-der-m-a-landschaft/>.

# Vorwort

Am 10. September 2024 fand die 27. Zürcher Konferenz zu Mergers & Acquisitions unter der Leitung des Europa Instituts der Universität Zürich statt. Im Fokus stand die „Aufbruchstimmung in der M&A-Landschaft“, die von einer zunehmenden Dynamik und technologischen Durchdringung geprägt ist.

Die Tagung widmete sich einer Vielzahl hochaktueller Themen aus der M&A-Praxis. David Higgins eröffnete mit einem globalen Blick auf die Entwicklungen im Private Equity-Bereich und die sich abzeichnenden Trends. Die Diskussion rund um W&I-Versicherungen wurde durch Christoph Neeracher und Philippe Seiler kritisch beleuchtet, während Dieter Gericke mit seinem Beitrag zur Prä-Auktion vor öffentlichen Übernahmen tiefere Einblicke in die frühe Phase komplexer Transaktionen gab. Matthias Wolf widmete sich in seinem Referat den Herausforderungen und Chancen von Joint Ventures – einer Transaktionsform, die zunehmend an Bedeutung gewinnt. Im Nachmittagsblock stand das Thema Künstliche Intelligenz im Zentrum: Brice Bolinger zeigte das Potenzial und die Grenzen von AI in M&A-Prozessen auf, während Tina Balzli die regulatorischen und Compliance-relevanten Implikationen bei der Übernahme von KI- und Fintech-Unternehmen darlegte. Hans-Jakob Diem beleuchtete die Besonderheiten von P2P-Transaktionen, bevor der Tag mit einer Paneldiskussion zu aktuellen M&A-Trends zu Ende ging. Unter der Moderation von Tino Gaberthüel diskutierten Marc Erni, Jens Haas, Frank Gerhard und Matthias Wolf über die Zukunft des Transaktionsmarktes – zwischen Digitalisierung, geopolitischer Unsicherheit und zunehmender regulatorischer Dichte.

Unser besonderer Dank gilt allen Referierenden für ihre fundierten Beiträge, besonders jenen, die ihre Referate für diesen Tagungsband als Aufsätze aufbereitet und zur Verfügung gestellt haben. Weiter danken wir dem interessierten Fachpublikum für die anregenden Diskussionen sowie dem Team des Europa Instituts, das mit grossem Engagement für einen reibungslosen Ablauf der Veranstaltung und die Erstellung dieses Tagungsbands gesorgt hat. Die 27. Konferenz hat einmal mehr gezeigt, wie wichtig der interdisziplinäre Austausch für die Weiterentwicklung der M&A-Praxis ist – sowohl rechtlich als auch strategisch.

Zürich, im August 2025

Tino Gaberthüel  
Matthias Wolf



# Inhaltsübersicht

## W&I Insurance – Allheilmittel oder Placebo? 9

Dr. CHRISTOPH NEERACHER, LL.M., Rechtsanwalt, Partner  
bei Bär & Karrer AG, Zürich  
Dr. PHILIPPE SEILER, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei  
Bär & Karrer AG, Zürich

## Die Prä-Auktion (vor einem öffentlichen Übernahmeangebot) 31

Dr. DIETER GERICKE, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei  
Homburger AG, Zürich  
Dr. MATTHIAS P. A. MÜLLER, LL.M. cand., Rechtsanwalt, Associate bei  
Homburger AG, Zürich

## Joint Ventures – Nur ein Trend oder hier, um zu bleiben? 73

MATTHIAS WOLF, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei  
Lenz & Staehelin, Zürich

## Künstliche Intelligenz in M&A Prozessen – Game Changer oder Spielerei? 105

BRICE BOLINGER, CFA, Managing Director, Head M&A Switzerland,  
UBS AG, Zürich  
MICHAEL TSCHAN, Director, Investment Banking, UBS AG, Zürich  
MARIE KLINGSPORN, Analyst, Investment Banking, UBS AG, Zürich

## Regulatorische und Compliance-Aspekte bei der Übernahme von KI- und FinTech-Unternehmungen 125

TINA BALZLI, LL.M., Rechtsanwältin, Partnerin bei CMS  
von Erlach Partners AG, Zürich



# W&I Insurance – Allheilmittel oder Placebo?

Christoph Neeracher, Philippe Seiler\*

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	10
II.	<a href="#">Anspruchsbegründende Voraussetzungen aus Gesetz, Aktienkaufvertrag und W&amp;I Versicherungspolice</a>	11
1.	<a href="#">Verletzung einer zugesicherten Eigenschaft</a>	11
a)	<a href="#">Gesetzliche Voraussetzungen</a>	11
b)	<a href="#">Typische Voraussetzungen im Aktienkaufvertrag</a>	12
c)	<a href="#">Typische Voraussetzungen in der W&amp;I Versicherungspolice</a>	13
2.	<a href="#">Ein eingetretener Schaden</a>	14
a)	<a href="#">Gesetzliche Voraussetzungen</a>	14
aa)	<a href="#">Natürlicher und Adäquater Kausalzusammenhang</a>	14
bb)	<a href="#">Der Schadens- und Verschuldensbegriff</a>	15
b)	<a href="#">Typische Voraussetzungen im Aktienkaufvertrag</a>	16
c)	<a href="#">Typische Voraussetzungen in der W&amp;I Versicherungspolice</a>	16
3.	<a href="#">Prüf- und Rügeobliegenheit</a>	17
a)	<a href="#">Gesetzliche Voraussetzungen</a>	17
b)	<a href="#">Typische Voraussetzungen im Aktienkaufvertrag</a>	17
c)	<a href="#">Typische Voraussetzungen in der W&amp;I Versicherungspolice</a>	18
4.	<a href="#">Zeitliche Haftungslimitierung</a>	19
a)	<a href="#">Gesetzliche Voraussetzungen</a>	19
b)	<a href="#">Typische Voraussetzungen im Aktienkaufvertrag</a>	19
c)	<a href="#">Typische Voraussetzungen in der W&amp;I Versicherungspolice</a>	19
5.	<a href="#">Betragsmässige Haftungslimitierung</a>	20
a)	<a href="#">Gesetzliche Voraussetzungen</a>	20
b)	<a href="#">Typische Voraussetzungen im Aktienkaufvertrag</a>	20
c)	<a href="#">Typische Voraussetzungen in der W&amp;I Versicherungspolice</a>	21
6.	<a href="#">Keine Kenntnis des Mangels / Offenlegung</a>	22
a)	<a href="#">Gesetzliche Voraussetzungen</a>	22
b)	<a href="#">Typische Voraussetzungen im Aktienkaufvertrag</a>	22
c)	<a href="#">Typische Voraussetzungen in der W&amp;I Versicherungspolice</a>	24
7.	<a href="#">Exclusions</a>	25
8.	<a href="#">Zwischenfazit</a>	25
III.	<a href="#">Enhancements</a>	26
1.	<a href="#">Klassische Enhancements</a>	26

---

\* Die Autoren bedanken sich bei Björn Wegberg für die geschätzte Unterstützung beim Verfassen dieses Beitrags.

2.	<a href="#">Synthetische W&amp;I Versicherungen im Besonderen</a>	26
3.	<a href="#">Contingency Risk Insurance Policies im Besonderen</a>	28
IV.	<a href="#">Fazit</a>	28
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	28

## I. Einleitung

Der Erwerb eines Unternehmens ist stets mit Unsicherheiten verbunden, da der Käufer auch vergangene Risiken übernimmt. Zusicherungen und Gewährleistungen (*representations & warranties*) sowie Schadloshaltungen (*indemnities*) seitens des Verkäufers bieten einen gewissen Schutz. Für den Verkäufer auf der einen Seite bedeutet dies jedoch, dass nach dem Verkauf immer noch ein Haftungsrisiko besteht und kein *clean-exit* möglich ist (was insbesondere bei Finanzinvestoren relevant ist, welche die Verkaufserlöse möglichst unmittelbar nach einem Exit an die Investoren ausschütten möchten). Für den Käufer auf der anderen Seite kann sich die Durchsetzung eines Anspruchs des Käufers gegenüber dem Verkäufer als schwierig gestalten. Namentlich besteht das Risiko, dass der Verkäufer insolvent wird und im Falle, dass eine Vielzahl von natürlichen Personen als Verkäufer ohne Solidarhaftung agieren, erschwert sich die Durchsetzung zusätzlich. Um diesen Problemen zu begegnen, kann der Abschluss einer sog. *Warranty & Indemnity* (W&I) Versicherung sinnvoll sein. Der Käufer hat dabei mögliche Ansprüche direkt gegenüber der Versicherung geltend zu machen und die Haftung des Verkäufers ist grundsätzlich auf CHF 1 begrenzt. W&I Versicherungen erfreuen sich generell weltweit steigender Beliebtheit – auch bei kleineren Transaktionen und bei strategischen Käufern werden sie zunehmend als Marktstandard betrachtet.

Im Allgemeinen lassen sich W&I Versicherungen in verkäufer- und käuferseitige W&I Versicherungen aufteilen: die verkäuferseitige (*sell-side*) W&I Versicherung stellt eine Haftpflichtversicherung dar, welche das Risiko des Verkäufers für Schäden aus Verletzungen von Zusicherungen und Gewährleistungen deckt.<sup>1</sup> Diese in der Praxis selten anzutreffende W&I Versicherung steht der häufig abgeschlossenen käuferseitigen (*buy-side*) W&I Versicherung gegenüber, welche als Vermögensschadensversicherung zu qualifizieren ist und den Käufer in Bezug auf Gewährleistungs- und Zusicherungsverletzungen durch den Verkäufer deckt.<sup>2</sup> Des Weiteren lassen sich W&I Versicherungen ebenfalls anhand der Partei abgrenzen, welche die finale Versicherungspolice verhandelt. Es hat sich in der Praxis durchgesetzt, dass der Verkäufer verschiedene

<sup>1</sup> Frey/Hanselmann, 57; Schenker, Versicherung Gewährleistungsrisiken, 250 f.

<sup>2</sup> Frey/Hanselmann, 58; Schenker, Versicherung Gewährleistungsrisiken, 249 f.

Offerten für eine W&I Versicherungspolice einholt, die finale Fassung jedoch durch den Käufer direkt mit der jeweiligen Versicherung vereinbart wird (sog. *soft-stapled policies*).<sup>3</sup> Der vorliegende Beitrag beschäftigt sich infolge der Praxisrelevanz mit käuferseitigen, *soft-stapled* W&I Versicherungspolice.

Obgleich es bereits viele ausgezeichnete Beiträge zu W&I Versicherungen gibt, möchte die vorliegende Abhandlung im Lichte der wachsenden Bedeutung zu diesem Thema der Frage nachgehen, ob W&I Versicherungen ein Allheilmittel oder ein Placebo für aktienkaufvertragsrechtliche Ansprüche des Käufers darstellen. Dazu wird nachfolgend aufgezeigt, welche Anforderungen für einen Anspruch aus Verletzung einer Zusicherung nach Gesetz, typischer Regelung im SPA und typischer Regelung in der W&I Versicherungspolice erforderlich sind.

## II. Anspruchsbegründende Voraussetzungen aus Gesetz, Aktienkaufvertrag und W&I Versicherungspolice

### I. Verletzung einer zugesicherten Eigenschaft

#### a) Gesetzliche Voraussetzungen

Ein Schadenersatzanspruch des Käufers setzt im ersten Schritt einen Mangel voraus. Im Kaufrecht haftet der Verkäufer gemäss Art. 197 Abs. 1 OR für objektive und subjektive Mängel an der Kaufsache. Erstere stellen Sachmängel dar, welche sich in der „ungünstige[n] Abweichung der Ist-Beschaffenheit von der Soll-Beschaffenheit“<sup>4</sup> der Kaufsache äussert, wobei der Mangel erheblich sein muss.<sup>5</sup> Im Rahmen eines *share deals* sind die Aktien Gegenstand des Kaufvertrags. Insofern erstrecken sich mögliche objektive Mängel lediglich auf die Aktie bzw. das Aktienzertifikat; das Unternehmen an sich kann damit keine Sachmängel i.S. des Gesetzes aufweisen.<sup>6</sup> Objektive Mängel haben daher beim Aktienkaufvertrag keine Bedeutung. Des Weiteren haftet der Verkäufer für die zugesicherten Eigenschaften, die kausal zum Kaufentscheid des Käufers führen und im Falle jeglichen Fehlens als subjektive Mängel der Kaufsache zu

---

<sup>3</sup> Frey/Hanselmann, 72. Die *soft-stapled policies* stehen den *hard-stapled policies* gegenüber, welche in weitem Umfang bereits vom Verkäufer mit dem W&I Versicherer verhandelt wurden.

<sup>4</sup> Honsell, Art. 197, BSK OR I, Rz. 2.

<sup>5</sup> Honsell, Art. 197, BSK OR I Rz. 13; Müller-Chen/Girsberger/Droese, 61-63; Schmid/Stöckli/Krauskopf, 55 f.

<sup>6</sup> Honsell, Art. 197, BSK OR I, Rz. 1; Schenker, Unternehmenskauf, 223 f.; Tschäni/Diem/Wolf, 190.

qualifizieren sind.<sup>7</sup> Da subjektive Mängel keine gesetzlichen Erheblichkeitsvoraussetzungen zu erfüllen haben und Sachmängel lediglich die Aktie bzw. das Aktienzertifikat erfassen, werden in Aktienkaufverträgen i.d.R. weitgehende Gewährleistungen und Zusicherungen durch den Verkäufer hinsichtlich des Unternehmens vereinbart.<sup>8</sup>

Gemäss gesetzlicher Regelung hat der Sachmangel bzw. das Fehlen der zugesicherten Eigenschaft im Zeitpunkt des Gefahrenübergangs vorzuliegen. Im Falle eines Spezialeskaufs liegt dies im Zeitpunkt des Vertragsschlusses (Art. 185 Abs. 1 OR), während bei einem Gattungskauf die Sache zusätzlich ausgedeutet werden muss (Art. 185 Abs. 2 OR).<sup>9</sup> Der Käufer von Aktien, welche individuell bestimmbar sind und somit Spezialesachen darstellen, trägt damit vorbehalten besonderer Verhältnisse oder aufschiebender Bedingungen (Art. 185 Abs. 3 OR) grundsätzlich die Preisgefahr mit Abschluss des Vertrags.<sup>10</sup> Anzumerken ist jedoch, dass Art. 185 OR dispositiver Natur ist und die Parteien somit den Zeitpunkt des Gefahrenübergangs autonom regeln können.<sup>11</sup>

## b) Typische Voraussetzungen im Aktienkaufvertrag

Der Verkäufer sichert dem Käufer im Aktienkaufvertrag mittels Gewährleistungen und Zusicherungen (*representations & warranties*) i.S.v. Art. 197 OR eine Vielzahl von Eigenschaften des zu erwerbenden Unternehmens zu.<sup>12</sup> Jene Zusicherungen können bspw. die rechtmässige Gründung des Unternehmens, die Erstellung sämtlicher Bilanzen und Erfolgsrechnungen in Übereinstimmung mit rechtlichen Vorgaben oder das Vorhandensein sämtlicher, betriebsnotwendiger Bewilligungen umfassen. Die Parteien besitzen diesbezüglich grosse Flexibilität und in der Praxis sind verschiedentliche Regelungen anzutreffen.<sup>13</sup>

Entdeckt der Käufer hingegen konkrete Probleme des Unternehmens im Rahmen seiner Vorprüfung (*due diligence*), wie bspw. ein laufendes Zivilverfahren mit möglichen Schadenersatzzahlungen zu Lasten des Unternehmens, ist die Vereinbarung von Gewährleistungen und Zusicherungen i.S.v. Art. 197 OR aus Sicht des Käufers ungenügend. Diese Information ist üblicherweise im vom Verkäufer zur Verfügung gestellten Datenraum verfügbar und schliesst im

---

<sup>7</sup> Venturi/Zen-Ruffinen, Art. 197, CR CO I, Rz. 11; Honsell, Art. 197, BSK OR I, Rz. 2, 14; Müller-Chen/Girsberger/Droese, 60; Schmid/Stöckli/Krauskopf, 56.

<sup>8</sup> Honsell, Art. 197, BSK OR I, Rz. 18; Schenker, Unternehmenskauf, 303 f.

<sup>9</sup> Honsell, Art. 197 BSK OR I, Rz. 11; Müller-Chen/Girsberger/Droese, 60; Schmid/Stöckli/Krauskopf, 58.

<sup>10</sup> Koller, Art. 185, BSK OR I, Rz. 1, 3.

<sup>11</sup> Koller, Art. 185, BSK OR I, Rz. 41.

<sup>12</sup> Tschäni/Diem/Wolf, 194.

<sup>13</sup> Schenker, Versicherung Gewährleistungsrisiken, 308 ff.; Tschäni/Diem/Wolf, 166 ff.

Grundsatz dessen Haftung hierfür aus.<sup>14</sup> Insofern ist dem Käufer stattdessen zu einer spezifischen Zahlungsverpflichtung seitens des Verkäufers zu raten, durch welche dieser Franken für Franken für den Schaden entschädigt und schadlos gehalten wird.<sup>15</sup> Die Parteien vereinbaren üblicherweise, dass die Schadloshaltung für ein solches identifiziertes Risiko als Garantie i.S.v. Art. 111 OR zu qualifizieren ist, oder mindestens als eigenständige Leistungspflicht durchgesetzt werden kann.<sup>16</sup> Mittels solchen Schadloshaltungen (*indemnities*), lassen sich somit Risiken beim Unternehmenskauf regeln, deren Preisrelevanz unter den Parteien zwar unbestritten, aber keine Einigung hinsichtlich deren Einflusses auf den Kaufpreis möglich ist.<sup>17</sup>

### c) Typische Voraussetzungen in der W&I Versicherungspolice

In der Police wird detailliert der Deckungsumfang der im Aktienkaufvertrag abgegebenen Gewährleistungen, Zusicherungen und Schadloshaltungen des Verkäufers aufgeführt. Während Schadloshaltungen grundsätzlich keine Deckung in der Versicherungspolice erfahren, hängt der Deckungsgrad bei Gewährleistungen und Zusicherungen vom jeweiligen Regelungsinhalt ab. Dies äussert sich im so genannten *warranty spreadsheet*, welche die durch die W&I Versicherung vollständig oder teilweise gedeckten Gewährleistungen und Zusicherungen des Aktienkaufvertrags abschliessend aufführt.<sup>18</sup> Während solche hinsichtlich der Befugnis des Verkäufers, die Transaktionen eingehen zu können, oder Eigentum an den zu veräussernden Aktien zu halten, üblicherweise vollständige Deckung erfahren, sieht das *warranty spreadsheet* i.d.R. für breite *catch-all* Zusicherungen und Gewährleistungen (z.B. hinsichtlich der Einhaltung relevanter Gesetzesbestimmungen) Einschränkungen vor. Diese erfolgen häufig in Form von zeitlichen Beschränkungen (z.B. Einhaltung der relevanten Gesetzesbestimmungen in den letzten drei oder fünf Jahren) sowie in Form von *knowledge qualifiers* oder *materiality thresholds*.

Anzumerken ist zudem, dass ebenfalls Erweiterungen der Anspruchsdeckung des Käufers in der Police verglichen mit dem Aktienkaufvertrag möglich sind. Diese *enhancements* werden in einem folgenden Kapitel eingehend beleuchtet.<sup>19</sup>

---

<sup>14</sup> Dazu detailliert unten, [II.6.b](#)).

<sup>15</sup> Schenker, Unternehmenskaufverträge, 70.

<sup>16</sup> Venturi/Zen-Ruffinen, Art. 197, CR CO I, Rz. 21; Schenker, Unternehmenskauf, 352; Tschäni/Diem/Wolf, 195 f.; Walter, 177.

<sup>17</sup> Schenker, Unternehmenskaufverträge, 70.

<sup>18</sup> Frey/Hanselmann, 67; Schenker, Versicherung Gewährleistungsrisiken, 257.

<sup>19</sup> Siehe unten, [III](#).

Des Weiteren muss das *warranty spreadsheet* immer zusammen mit den Ausschlüssen (*exclusions*) der Police gelesen werden. Es kann sein, dass eine Zusicherung und Gewährleistung im *warranty spreadsheet* als gedeckt (*covered*) bezeichnet wird, der Kern der entsprechenden Zusicherung und Gewährleistung jedoch von einem generellen Ausschluss erfasst ist (was z.B. regelmässig bei Produkthaftungen, Cyberrisiken, steuerlichen Drittpreisberechnungen (*transfer pricing*) oder Unterdeckungen bei Pensionskassen (*pension underfunding*) der Fall ist).

## 2. Ein eingetretener Schaden

### a) Gesetzliche Voraussetzungen

#### aa) *Natürlicher und Adäquater Kausalzusammenhang*

Liegt eine Vertragsverletzung seitens des Verkäufers vor und hat der Käufer einen Schaden erlitten, müssen diese in einem natürlichen und adäquaten Kausalzusammenhang stehen.<sup>20</sup> Natürlich kausal sind sämtliche Umstände, die *conditio sine qua non* für den eingetretenen Erfolg stehen; insofern würde der Schaden mit wegfallen jener Umstände ebenfalls nicht eintreten.<sup>21</sup> Neben der natürlichen Kausalität muss die Vertragsverletzung ebenfalls adäquat kausal zum eingetretenen Schaden sein. Dies ist gemäss der Formel des BGer der Fall, sofern „das Ereignis nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der allgemeinen Lebenserfahrung an sich geeignet ist, den Eintritt des Schadens zu bewirken oder ihn zumindest wesentlich zu begünstigen“<sup>22</sup>. Die adäquate Kausalität, welche eine haftungsbegrenzende Funktion infolge ihres wertenden Elements aufweist, wird nach einem Teil der Lehre ebenfalls in die haftungsbegründende und haftungsausfüllende Adäquanz unterteilt. Während die haftungsbegründende Adäquanz den Zusammenhang zwischen dem schädigenden Umstand und der Rechtsgutverletzung beschreibt, setzt sich die haftungsausfüllende Adäquanz mit dem Verhältnis zwischen der Rechtsgutverletzung und dem Schaden auseinander.<sup>23</sup> Im Falle eines Unternehmenskaufs wäre die haftungsbegründende Adäquanz in der Verletzung der aktienkaufvertragsrechtlichen Gewährleistungspflicht des Verkäufers zu sehen, dass bspw. in den vergangenen Jahren sämtliche Umweltschutzbestimmungen eingehalten worden sind, welche infolge deren Nichteinhaltens nun zu einem

---

<sup>20</sup> Furrer/Müller-Chen, 314.

<sup>21</sup> Furrer/Müller-Chen, 315; BGE 119 V 335 E. 1 S. 337.

<sup>22</sup> Furrer/Müller-Chen, 317; BGE 142 III 433 E. 4.5 S. 438.

<sup>23</sup> Furrer/Müller-Chen, 314; Hodel, 123 f.

Vermögensschaden des Käufers führen. Dieser Vermögensschaden wäre sodann in haftungsausfüllender Weise kausal zum eingetretenen Schaden, nämlich der Busse. Diese aus dem deutschen Recht stammende Abgrenzung vermag insb. bei Vermögensschäden nicht wirklich zu überzeugen. Zu erwähnen ist hingegen, dass im Bereich der Prospekthaftung (Art. 69 FIDLEG) diese Differenzierung eher zu funktionieren scheint, da sodann mittels der haftungsausfüllenden Adäquanz lediglich diejenigen Vermögensschäden dem mangelhaften Prospekt zuzurechnen sind, welche infolge der mangelhaften Information entstanden sind.<sup>24</sup>

*bb) Der Schadens- und Verschuldensbegriff*

Natürlich und adäquat kausale Schäden bedingen nach gesetzlichem Verständnis teilweise ebenfalls ein Verschulden seitens der vertragsbrüchigen Partei. Beim gesetzlich normierten, kaufrechtlichen Wandelungsanspruch differenziert Art. 208 Abs. 2 und 3 OR zwischen dem unmittelbaren und dem weiteren Schaden. Der unmittelbare Schaden ist i.S. einer Kausalhaftung verschuldensunabhängig zu ersetzen, während der weitere, bzw. mittelbare, Schaden ein Verschulden des Verkäufers voraussetzt.<sup>25</sup> Die Abgrenzung zwischen den beiden Schadensarten erweist sich in der Praxis als schwierig; selbst die Lehre kann sich nur schwer auf die Subsumption von gewissen Schadenstypen unter den unmittelbaren oder mittelbaren Schaden einigen. Das BGer stellt dabei auf die Länge der Kausalkette ab und subsumiert dabei Schäden mit kurzer Kausalkette unter die unmittelbaren, verschuldensunabhängigen Schäden von Art. 208 Abs. 2 OR.<sup>26</sup> Ein Weiterfresserschaden infolge des eigentlichen Sachmangels ist namentlich darunter zu subsumieren.<sup>27</sup> Erst bei Vorliegen weiterer Schadensursachen ist nach Ansicht des BGer eine Qualifikation als mittelbarer Schaden i.S.v. Art. 208 Abs. 3 OR gerechtfertigt.<sup>28</sup> Darunter fallen zudem Mangelfolgeschäden an anderen Rechtsgütern des Käufers, welche durch den Sachmangel entstehen. Ebenfalls den mittelbaren Schäden zu unterstellen sind entgangene Gewinne sowie *punitive damages*.<sup>29</sup>

---

<sup>24</sup> Urteil des Bundesgerichts 4A\_24/2021 vom 24. Juni 2021 E. 6.2.1; Hodel, 124 f.

<sup>25</sup> Honsell, Art. 208, BSK OR I, Rz. 5.

<sup>26</sup> BGE 133 III 257 E. 2.5.1 S. 267; Venturi/Zen-Ruffinen, Art. 208, CR CO I, Rz. 11 f.; Müller-Chen/Girsberger/Droese, 70 f.; **a.M.:** Honsell, Art. 208, BSK OR I, Rz. 8.

<sup>27</sup> Honsell, Art. 208, BSK OR I, Rz. 5.

<sup>28</sup> BGE 133 III 257 E. 2.5.1 S. 267.

<sup>29</sup> Venturi/Zen-Ruffinen, Art. 208, CR CO I, Rz. 17; Honsell, Art. 208, BSK OR I, Rz. 7 f.; Müller-Chen/Girsberger/Droese, 71.

## b) Typische Voraussetzungen im Aktienkaufvertrag

Da die gesetzliche Regelung nur ungenügende Transaktionssicherheit gewährleistet, regeln die Parteien in aller Regel, dass sämtlich vereinbarten Schäden infolge Zusicherungs- und Gewährleistungsverletzungen unter dem Aktienkaufvertrag verschuldensunabhängig durch den Verkäufer zu ersetzen sind. Dies erlaubt prozedurale Erleichterungen bei der Anspruchsdurchsetzung, da das Verschulden des Verkäufers nicht bewiesen werden muss. Die zu ersetzenden Schäden werden im Aktienkaufvertrag entsprechend detailliert geregelt; Probleme bei der für den Unternehmenskauf unglücklichen Abgrenzung zwischen mittelbaren und unmittelbaren Schäden stellen sich dabei nicht mehr, da ohnehin sämtliche Schäden i.S. einer Kausalhaftung verschuldensunabhängig zu ersetzen sind. Der Frage der Adäquanz im Kausalzusammenhang zwischen der Verletzung einer Zusicherung oder Gewährleistung und dem eingetretenen Schaden wird mittels einer detaillierten Regelung der zu ersetzenden Schadensarten begegnet. Verkäuferfreundliche Aktienkaufverträge schliessen in der Schadensdefinition i.d.R. lediglich unmittelbare Schäden und Kosten infolge Zusicherungsverletzungen ein, während sämtliche mittelbaren Schäden, *punitive damages*, entgangene Gewinne sowie Multiplikatoren zur Schadensberechnung ausgeschlossen werden. Käuferfreundliche Bestimmungen schliessen dagegen ebenfalls mittelbare Schäden und entgangene Gewinne in die Schadensdefinition ein.

## c) Typische Voraussetzungen in der W&I Versicherungspolice

Die Police stellt grundsätzlich auf eine Verletzung einer Zusicherung oder Gewährleistung des Aktienkaufvertrags ab, welche von ihrer Versicherungsdeckung erfasst ist. Der Anspruch des Käufers auf Ersatz der aus dieser Verletzung entstehenden Schäden ist abhängig von der Schadensdefinition in der Versicherungspolice. In der Praxis ist üblicherweise anzutreffen, dass der Schaden (sog. *loss*) als *reasonably foreseeable damages* definiert wird, für welche der Käufer unter dem Aktienkaufvertrag anspruchsberechtigt wäre. Das Konzept der *reasonably foreseeable damages* welche auf Art. 74 WKR basiert, beschränkt den Schadenersatz auf jene Verluste, welche die vertragsbrüchige Partei zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses vernünftigerweise vorhergesehen hat oder vorhersehen hätte müssen. Teilweise wird jene Schadensdefinition zusätzlich durch den Ausschluss von entgangenen Gewinnen, indirekten Schäden, *punitive damages* sowie Multiplikatoren zur Schadensberechnung angepasst.<sup>30</sup> Da der Käufer sich an den W&I Versicherer wenden muss, um sei-

---

<sup>30</sup> Frey/Hanselmann, 69; Schenker, Versicherung Gewährleistungsrisiken, 263.

nen Anspruch durchzusetzen und die Haftung des Verkäufers infolge abgeschlossener W&I Versicherung grundsätzlich ausgeschlossen ist, kommt der Schadensdefinition in der Police eine zentrale Bedeutung zu und geht derjenigen des Aktienkaufvertrags vor. Insofern ist deutlich, dass der Käufer mit Abschluss einer W&I Versicherung u.U. keine vollständige Deckung seiner Schadenspositionen gemäss Aktienkaufvertrag erhält, obwohl genau dies seine Absicht war. Zu erwähnen ist an dieser Stelle, dass ebenfalls eine im Vergleich zum Aktienkaufvertrag erweiterte Schadensdefinition in der W&I Versicherungspolice denkbar ist.<sup>31</sup>

### 3. Prüf- und Rügeobliegenheit

#### a) Gesetzliche Voraussetzungen

Die Prüf- und Rügeobliegenheit des Kaufrechts nach Art. 201 Abs. 1 OR findet sowohl auf objektive als auch auf subjektive Mängel der Kaufsache Anwendung.<sup>32</sup> Prüfung hat dabei nach Wortlaut des Gesetzes innert derjenigen Frist zu erfolgen, die nach dem üblichen Geschäftsgange tunlich ist. Insofern sind die Verkehrs- und Branchensitten sowie die Art der Kaufsache zu beachten, wobei schlussendlich der Einzelfall zu betrachten ist.<sup>33</sup> Bei Vorliegen eines Mangels hat die Rüge daraufhin genügend detailliert zu erfolgen, damit für den Verkäufer die Art und der Umfang des Mangels klar ersichtlich ist.<sup>34</sup> Diese nach gesetzlichem Verständnis formfreie Rüge muss gemäss Art. 201 Abs. 1 OR grundsätzlich sofort nach Erhalt der Kaufsache bzw. nach Kenntnis des Mangels während der Untersuchungsfrist erfolgen, während versteckte Mängel erst nach deren Offenlegung gemäss Art. 201 Abs. 3 OR umgehend gerügt werden müssen.<sup>35</sup>

#### b) Typische Voraussetzungen im Aktienkaufvertrag

Obgleich Art. 201 OR grundsätzlich auf einen Unternehmenskauf Anwendung finden könnte, sind die gesetzlichen Prüf- und Rügefristen für die Komplexität des Kaufobjekts nicht angemessen.<sup>36</sup> Die Parteien vereinbaren deshalb unter

---

<sup>31</sup> Dazu detaillierter unten, III.

<sup>32</sup> Honsell, Art. 201, BSK OR I, Rz. 3; Müller-Chen/Girsberger/Droese, 65.

<sup>33</sup> Venturi/Zen-Ruffinen, Art. 201, CR CO I, Rz. 7; Honsell, Art. 201, BSK OR I, Rz. 5, 9; Müller-Chen/Girsberger/Droese, 66.

<sup>34</sup> Venturi/Zen-Ruffinen, Art. 201, CR CO I, Rz. 12 f.; Honsell, Art. 201, BSK OR I, Rz. 10; Müller-Chen/Girsberger/Droese, 67; Schmid/Stöckli/Krauskopf, 61-63.

<sup>35</sup> Honsell, Art. 201, BSK OR I, Rz. 10 f.; Müller-Chen/Girsberger/Droese, 67 f.

<sup>36</sup> Schenker, Unternehmenskauf, 328; Tschäni/Diem/Wolf, 198.

Ausschluss des dispositiven Art. 201 OR eigenständige Prüf- und Rügefristen, welche in Abhängigkeit der Grösse und Komplexität des Unternehmens festgesetzt werden.<sup>37</sup> Eine Rüge hat dabei üblicherweise innert vier bis acht Wochen ab Kenntnis des Mangels durch den Käufer zu erfolgen. Zudem wird häufig vereinbart, dass eine verspätete Rüge den Anspruch nicht verwirken lässt, sondern den Haftungsumfang des Verkäufers in dem Umfang reduziert bzw. ausschliesst, als der Schaden durch die verspätete Rüge vergrössert wurde.

### c) Typische Voraussetzungen in der W&I Versicherungspolice

Ungeachtet der aktienkaufvertragsrechtlichen Regelung schreibt die Police i.d.R. eigenständige Prüf- und Rügefristen vor. Insofern ist es für den Käufer entscheidend, sich bei Schäden, welche von der Versicherungspolice gedeckt sind, über die möglicherweise divergierenden Fristen bewusst zu sein. Üblicherweise sind Rügefristen von 60 bis 90 Tage nach tatsächlicher Kenntnis einer Gewährleistungsverletzung anzutreffen, wobei teilweise zusätzlich eine Karenzfrist für Rügen nach Ablauf der Policendauer vereinbart wird. In diesem Zusammenhang ist der Personenkreis, deren Wissen dem Käufer zugerechnet wird, entscheidend. Schliesslich hat eine juristische Person kein eigenes Wissen, sondern dasjenige natürlicher Personen wird demjenigen der juristischen Person zugerechnet.<sup>38</sup> Wird bspw. das Wissen sämtlicher Angestellte der erworbenen Gesellschaft dem Käufer zugerechnet, hätte dieser bereits ab Vollzug der Transaktion Kenntnis einer Gewährleistungsverletzung und die Rügefrist würde sofort zu laufen beginnen. Die Police sieht deshalb üblicherweise vor, dass lediglich das Wissen der Mitglieder des Transaktionsteams des Käufers diesem zugerechnet wird und hinsichtlich der Geltendmachung von Mängeln zu beachten sind. Der Personenkreis sollte dabei möglichst einschränkend geregelt werden. Des Weiteren sollte nur das tatsächliche Wissen (*actual knowledge*) des Käufers umfasst und sämtliche fahrlässige Unkenntnis (i.S. des *deemed knowledge*) ausgeschlossen werden.<sup>39</sup>

---

<sup>37</sup> Honsell, Art. 201, BSK OR I, Rz. 13; Müller-Chen/Girsberger/Droese, 65; Schenker, Unternehmenskauf, 332.

<sup>38</sup> Vischer/Galli, 365.

<sup>39</sup> Frey/Hanselmann, 71.

#### 4. Zeitliche Haftungslimitierung

##### a) Gesetzliche Voraussetzungen

Die gesetzlichen Verjährungsfristen im Kaufrecht sind in Art. 210 OR geregelt. Dieser besagt, dass Gewährleistungsrechte wegen Mängel an einer beweglichen Kaufsache innert zwei Jahren bzw. bei unbeweglichen Kaufsachen innert fünf Jahren nach Ablieferung verjähren. Diese Verjährungsfristen sind hingegen von dispositiver Natur und es steht den Parteien frei, diesbezüglich abweichende Vereinbarungen zu treffen.<sup>40</sup>

##### b) Typische Voraussetzungen im Aktienkaufvertrag

Im Aktienkaufvertrag werden die Verjährungsfristen i.d.R. differenziert nach dem jeweiligen Typus der Gewährleistung und Zusicherung festgesetzt.<sup>41</sup> Die Verjährung der Gewährleistungen und Zusicherungen hinsichtlich möglichen Steuerforderungen erfolgt i.d.R. nach einer relativen Zeitspanne von sechs Monaten nach Ablauf der gesetzlichen Verjährungsfrist, oder, falls dies bereits früher eintritt, nach Ablauf einer fixen Zeitspanne von bspw. fünf Jahren ab Vollzug. Da solche Forderungen während jener Frist fortwährend durch die Steuerbehörden geltend gemacht werden können, werden zur Sicherung der Durchsetzung ebenfalls Schadloshaltungen vereinbart.<sup>42</sup> Zusicherungen betr. dem Eigentum des Verkäufers und dessen Übertragungsbefugnis an den Aktien des Unternehmens werden jeweils mit einer längeren, bis zu 10-jährigen Verjährungsfrist versehen, da dies für den Vollzug des Vertrages entscheidend ist.<sup>43</sup> Sämtliche andere Gewährleistungen und Zusicherungen werden üblicherweise mit einer Verjährungsfrist von ein bis zwei Jahren ab Vollzug des Aktienkaufvertrages versehen.

##### c) Typische Voraussetzungen in der W&I Versicherungspolice

Die Versicherungspolice regelt eigenständige Verjährungsfristen für die Geltendmachung von Ansprüchen, wobei diese i.d.R. einige Monate länger als

---

<sup>40</sup> Honsell, Art. 210, BSK OR I, Rz. 2; Müller-Chen/Girsberger/Droese, 69; Schenker, Unternehmenskauf, 333; Schmid/Stöckli/Krauskopf, 77; Ebenfalls schränkt Art. 210 Abs. 4 OR eine Verkürzung der Verjährungsfrist nur dahingehend ein, als dass die Kaufsache für den familiären oder persönlichen Gebrauch des Käufers bestimmt ist. Dies ist beim Unternehmenskauf nicht einschlägig.

<sup>41</sup> Tschäni/Diem/Wolf, 199.

<sup>42</sup> Schenker, Unternehmenskauf, 334.

<sup>43</sup> Schenker, Unternehmenskauf, 334.

die jeweiligen Fristen des Aktienkaufvertrags ausgestaltet sind.<sup>44</sup> In der Praxis werden Verjährungsfristen von bis zu sieben Jahren ab Vollzug des Aktienkaufvertrags für spezielle Gewährleistungen und Zusicherungen vereinbart, wie bspw. betreffend des Eigentums des Verkäufers an den zu erwerbenden Aktien oder steuerrechtlichen Aspekten. Anzumerken ist, dass der Aktienkaufvertrag hierbei i.d.R. längere Verjährungsfristen vorsieht, womit gegen Ende der aktienkaufvertragsrechtlichen Verjährung keine Deckung durch die W&I Versicherung gewährleistet ist. Bei den übrigen, allgemeinen Gewährleistungen und Zusicherungen sind Verjährungsfristen von zwei bis drei Jahren ab Vollzug üblich. Insofern hat der Verkäufer unter der W&I Versicherungspolice sogar eine verbesserte Stellung hinsichtlich der allgemeinen Gewährleistungen und Zusicherungen, welche im Aktienkaufvertrag bereits nach ein bis zwei Jahren verjähren.

## 5. Betragsmässige Haftungslimitierung

### a) Gesetzliche Voraussetzungen

Das Gesetz sieht keine betragsmässigen Haftungslimitierungen vor. Diese nehmen in der Praxis hingegen einen wichtigen Stellenwert ein.

### b) Typische Voraussetzungen im Aktienkaufvertrag

Die betragsmässige Haftungslimitierung kann im Aktienkaufvertrag verschiedentlich ausgestaltet werden. Einerseits vereinbaren die Parteien, dass einzelne Gewährleistungsverletzungen einen gewissen Mindestbetrag (*de minimis*) überschreiten müssen, damit ein (allenfalls) durchsetzbarer Anspruch unter dem Aktienkaufvertrag entsteht. Damit wird vermieden, dass angesichts der Transaktionsgrösse unbeachtliche Ansprüche gegenüber dem Verkäufer geltend gemacht werden. Ferner hat der Gesamtbetrag sämtlicher Gewährleistungsansprüche, welche den Mindestbetrag überschreiten, einen gewissen Schwellenwert (*threshold*) zu überschreiten. Dieser äussert sich normalerweise als Prozentzahl des Kaufpreises.<sup>45</sup> Beträge oberhalb dieses Schwellenwertes können gesamthaft (d.h. inkl. dem Betrag bis zum *threshold*) geltend gemacht werden. Anders verhält es sich bei einem vereinbarten Selbstbehalt (*deductible*). Dabei kann im Gegensatz zum *threshold* jedoch lediglich der Betrag oberhalb des Schwellenwertes geltend gemacht werden und den Rest hat der Käufer zu tragen. Als weitere betragsmässige Limitierung wird die

---

<sup>44</sup> Schenker, Versicherung Gewährleistungsrisiken, 266 f.

<sup>45</sup> Schenker, Unternehmenskauf, 338.

Haftung üblicherweise gegen oben i.S. eines *cap* in Form einer Prozentzahl des Kaufpreises limitiert.<sup>46</sup> Diese betragsmässigen Haftungslimitierungen des Verkäufers werden insofern aufgeweicht, als dass der Käufer sich gewisse Gewährleistungsverletzungen und i.d.R. sämtliche Schadloshaltungen (*indemnities*) hiervon ausbedingt. Namentlich die fundamentale Gewährleistung des Verkäufers, dass dieser die Transaktion eingehen, den Vertrag gültig abschliessen und das Eigentum an den Aktien des Unternehmens rechtmässig auf den Käufer übertragen kann, wird seitens des Käufers von der betragsmässigen Haftungslimitierung i.d.R. ausgenommen. Im Rahmen einer abgeschlossenen W&I Versicherung sieht der Aktienkaufvertrag entscheidenderweise vor, dass die Haftung des Verkäufers auf CHF 1 begrenzt ist. Davon ausgenommen sind üblicherweise Ansprüche infolge ausgewählter Zusicherungen und Gewährleistungen (namentlich bzgl. des Eigentums an den zu veräussernden Aktien), absichtlicher (Art 28 OR) oder arglistiger Täuschung (Art. 199 OR) sowie abgegebener Schadloshaltungen (*indemnities*).

### c) Typische Voraussetzungen in der W&I Versicherungspolice

Da die Haftung des Verkäufers im Aktienkaufvertrag grundsätzlich auf CHF 1 beschränkt ist, ist die Regelung in der Police bzgl. der betragsmässigen Haftungsbegrenzung entscheidend. Diese sieht analog dem Aktienkaufvertrag üblicherweise einen Mindestbetrag (*de minimis*) für Ansprüche unter der Police vor. Der Versicherungsnehmer hat zudem einen Selbstbehalt (in der Police *retention* genannt), analog einem *deductible* im Aktienkaufvertrag, zu tragen – Schwellenwerte (*thresholds*) sind bei Versicherungspolices unüblich. Der Käufer hat damit einen Anreiz, die *due diligence* des zu erwerbenden Unternehmens möglichst genau vorzunehmen, da er einen Schaden aus Gewährleistungsverletzungen bis zur Höhe des Selbstbehalts selbst tragen muss.<sup>47</sup> Von der betragsmässigen Haftungsbegrenzung werden jedoch teilweise fundamentale Zusicherungen und Gewährleistungen (bzgl. des Eigentums des Verkäufers an den jeweiligen Aktien, oder der Befugnis zur Durchführung der Transaktion) ausgenommen. Aus Käufersicht ist erstrebenswert, wenn die Mindestbeträge (*de minimis*) sowie der Selbstbehalt (*retention*) in der W&I Versicherungspolice im Vergleich zum Aktienkaufvertrag tiefer ausgestaltet sind. Dies lässt sich in der Praxis regelmässig erreichen, was jedoch einen Einfluss auf die Prämie hat. Des Weiteren sieht die Police ebenfalls eine Haftungsbegrenzung (*cap*) vor; Ansprüche, die darüber hinausgehen, sind durch den Käufer selbst zu tragen und können ebenfalls nicht gegenüber dem Verkäufer gel-

---

<sup>46</sup> Tschäni/Diem/Wolf, 196.

<sup>47</sup> Schenker, Versicherung Gewährleistungsrisiken, 253.

tend gemacht werden, da der Aktienkaufvertrag eine Haftungsbegrenzung von CHF 1 vorsieht.

## 6. Keine Kenntnis des Mangels / Offenlegung

### a) Gesetzliche Voraussetzungen

Das Gesetz sieht in Art. 200 Abs. 1 OR vor, dass ein Käufer keine Mängel an der Kaufsache geltend machen kann, die er im Zeitpunkt des Kaufes gekannt hat. Ebenfalls ist die Haftung des Verkäufers für objektive Mängel ausgeschlossen, die der Käufer fahrlässig übersehen hat (Art. 200 Abs. 2 OR). Entscheidenderweise greift diese Erweiterung des Haftungsausschlusses nicht bei zugesicherten Eigenschaften.<sup>48</sup> An dieser Stelle stellt sich die Frage, wie das Wissen einer juristischen Person bzgl. allfälligen Mängeln an der Kaufsache definiert und welches Wissen der juristischen Person zugerechnet wird.<sup>49</sup> Die Wissenszurechnung bei natürlichen und juristischen Personen in der Schweiz ist gesetzlich nicht geregelt; zur Füllung dieser echten Lücke hat die Lehre und Rechtsprechung verschiedene Methoden entwickelt.<sup>50</sup> Da eine detaillierte Ausführung der verschiedenen Theorien den Rahmen des vorliegenden Beitrags sprengen würde, ist folgendes festzuhalten: Juristischen Personen wird das Wissen derjenigen formellen und faktischen Organe sowie vertretungsberechtigten Dritten angerechnet, welche sich mit den konkreten Umständen des Unternehmens(ver)kaufs befasst haben.<sup>51</sup> Ferner wird der juristischen Personen das Wissen anderer Personen, die bspw. die Organe beraten, nach Treu und Glauben (Art. 2 Abs. 1 ZGB) zugerechnet, sofern deren Wissen fahrlässig unbeachtet blieb.<sup>52</sup>

### b) Typische Voraussetzungen im Aktienkaufvertrag

Die gesetzliche Regelung von Art. 200 Abs. 1 OR, dass der Verkäufer nicht für jene Mängel haftet, die der Käufer im Zeitpunkt des Kaufes gekannt hat, ist bei Unternehmenskäufen problematisch. Es ist möglich, dass dem Käufer Wissen von Personen zugerechnet wird, welche zu weit vom Kernteam der Transaktion entfernt waren, oder deren Wissen nicht nach einem für beide Parteien akzeptablen Standard offengelegt wurde. Infolgedessen wird der dispositive Art. 200 OR im Aktienkaufvertrag ausgeschlossen und durch ein in sich ge-

---

<sup>48</sup> Zum Ganzen: Honsell, Art. 200, BSK OR I, Rz. 3.

<sup>49</sup> Vischer/Galli, 365.

<sup>50</sup> Vgl. dazu detailliert: Vischer/Galli, 368 ff.

<sup>51</sup> Vischer/Galli, 376.

<sup>52</sup> Vischer/Galli, 376.

schlossenes Offenlegungskonzept ersetzt.<sup>53</sup> Einerseits vereinbaren die Parteien, welche Informationen zu einem Ausschluss bzw. Reduktion der Haftung des Verkäufers für erteilte Zusicherungen und Gewährleistungen führen. Die Offenlegung erwirkt jedoch konzeptionell keinen Haftungsausschluss bei Schadloshaltungen (*indemnities*). Das Offenlegungskonzept beinhaltet erstens sämtliche Informationen, die im Aktienkaufvertrag selbst enthalten sind. Zweitens, und viel entscheidender, führt die Offenlegung von Dokumenten im Transaktionsdatenraum grundsätzlich zu einem Haftungsausschluss.<sup>54</sup> Anzumerken ist, dass die Zusicherungen und Gewährleistungen hinsichtlich des Eigentums des Verkäufers an den zu veräußernden Aktien sowie die ordnungsgemäße rechtliche Organisation der Gesellschaft von einem Haftungsausschluss infolge Offenlegung ausgenommen ist. Ein gesperrtes, physisches Speichermedium, welches die im Datenraum offengelegten Dokumente enthält, wird dem Aktienkaufvertrag als Anhang beigelegt und den Parteien ausgehändigt. Die Frage der Wissenszurechnung des Käufers stellt sich im Rahmen des Offenlegungskonzepts des Aktienkaufvertrags nicht, da dieses einen objektiven Standard verfolgt. Die Kenntnis der offengelegten Informationen durch den Käufer wird angenommen und führt zum Ausschluss der Haftung des Verkäufers, ungeachtet ob das Transaktionsteam des Käufers die Unterlagen effektiv gesichtet hat. Das Offenlegungskonzept schafft für die Parteien Rechtssicherheit, denn der Verkäufer behält die Kontrolle über die offengelegten Informationen und dem Käufer wird nichts zugerechnet, was nicht im Datenraum oder im Aktienkaufvertrag verfügbar ist. In der Praxis stellt sich jedoch das Problem, dass gewisse Teammitglieder des Käufers erhaltene Informationen nicht auf ihre Relevanz einschätzen können; auch solche, nicht weiter geprüfte Informationen werden dem Käufer infolge des Offenlegungskonzepts zugerechnet.

Im angelsächsischen Rechtsraum ist es hingegen üblich, das Offenlegungskonzept nicht auf Grundlage eines Datenraums, sondern mittels Offenlegung spezifischer Umstände. Dabei werden im Rahmen solcher *disclosure letters* allfällige Mängel durch den Verkäufer selbständig offengelegt.<sup>55</sup> Der *disclosure letter* hat dabei in möglichst detaillierter Weise unter Verweis auf die jeweilige Zusicherung und Gewährleistung jene Sachverhalte offenzulegen, welche eine Verletzung des Aktienkaufvertrags darstellen würden. Dabei wird zwischen allgemeinen und spezifischen *disclosure letters* unterschieden. In Ersteren

---

<sup>53</sup> Zum Ganzen: Honsell, Art. 200, BSK OR I, Rz. 5; Müller-Chen/Girsberger/Droese, 65; Schenker, Unternehmenskauf, 340; Schenker, Unternehmenskaufverträge, 69; Tschäni/Diem/Wolf, 197; Walter, 172 f.

<sup>54</sup> Schenker, Unternehmenskauf, 341 f.; Schenker, Unternehmenskaufverträge, 69; Walter, 173.

<sup>55</sup> Schenker, Unternehmenskauf, 342 f.

werden jene Sachverhalte offengelegt, die auf öffentlich zugänglichen Informationen basieren, oder über welche der Käufer üblicherweise bereits Kenntnis haben sollte. Die spezifischen *disclosure letters* beziehen sich hingegen auf detaillierte Sachverhalte, die eine konkrete Verletzung einer Zusicherung oder Gewährleistung darstellen würden. Zu denken sei dabei bspw. an mögliche imminently bevorstehende zivilgerichtliche Streitigkeiten.

Sowohl bei einer Offenlegung in einem Datenraum oder mithilfe eines *disclosure letters* muss der Verkäufer die relevanten Informationen angemessen dem Käufer mitteilen. Diese *fair disclosure* setzt namentlich voraus, dass die relevanten Sachverhalte umfassend und mit genügendem Detailgrad umschrieben sind, damit sich der Käufer ein akkurates Bild des Unternehmens verschaffen kann.

### c) Typische Voraussetzungen in der W&I Versicherungspolice

Neben des Offenlegungskonzepts des SPA, wird die Anspruchsdurchsetzung des Käufers durch zwei zusätzliche Hürden in der Police erschwert. Einerseits können zwischen Unterzeichnung (*signing*) und Vollzug (*closing*) durch den Verkäufer weitere Umstände mittels eines *disclosure letters* an den W&I Versicherer offengelegt werden, welche sodann dessen Haftung ausschliesst. Dadurch trägt der Käufer das Risiko zwischen Unterzeichnung (*signing*) und Vollzug (*closing*). Zweitens geht das Offenlegungskonzept der W&I Versicherung weiter als im Aktienkaufvertrag. Im Aktienkaufvertrag schliessen lediglich die darin enthaltenden Informationen sowie Unterlagen im Datenraum, welche *fairly disclosed* wurden, die Haftung des Verkäufers aus. In der W&I Versicherungspolice wirken zusätzlich Informationen der Beraterberichte (*DD-Reports*) haftungsausschliessend, was eine wesentliche Erweiterung im Vergleich zum Aktienkaufvertrag ist. Der Käufer muss somit darauf achten, dass dessen Berater in den Berichten (*DD-Reports*) nicht auf theoretische Risiken aufmerksam macht.

Des Weiteren hat der Käufer mittels einer sog. *no claims declaration* sein Kenntnisstand bzgl. bereits bei Unterzeichnung (*signing*) bzw. Vollzug (*closing*) des Aktienkaufvertrags bestehenden Gewährleistungs- und Zusicherungsverletzungen abzugeben.<sup>56</sup> Ansprüche gegen den W&I Versicherer sind dabei im Umfang des Kenntnisstandes des Käufers gemäss der *no claims declaration* ausgeschlossen.<sup>57</sup>

---

<sup>56</sup> Frey/Hanselmann, 70 f.; Schenker, Versicherung Gewährleistungsrisiken, 253 f.

<sup>57</sup> Frey/Hanselmann, 71.

## 7. Exclusions

Zusätzlich zu den erwähnten Anspruchsvoraussetzungen in der Versicherungspolice sehen diese i.d.R. verschiedene Deckungsausschlüsse (*exclusions*) vor. Diese müssen immer in Zusammenhang mit dem *warranty spreadsheet* gelesen werden, da der Kern von erfassten Zusicherungen und Gewährleistungen trotzdem ausgeschlossen sein könnten.

Typische generelle *exclusions* umfassen namentlich noch einzutreibende Forderungen, zivil- und strafrechtliche Bussen, *punitive damages*, Rückforderungen von Subventionen, unsichere Forderungen, den Zustand von Vermögenswerten und Lagerbeständen, Cyberrisiken, mangelhafte Immobilien, Umweltverpflichtungen, Open-Source Software, zukunftsgerichtete Schadloshaltungen sowie Zahlungsabflüsse (*leakage*) zwischen Unterzeichnung (*signing*) und Vollzug (*closing*). Ferner werden arbeitsrechtliche Risiken wie Urlaubsgelder und Mindestlöhne sowie Unterdeckungen bei Pensionskassen (*pension underfunding*) ausgeschlossen. Auch Schäden, die strafrechtlicher Natur sind (Bestechung, Korruption, Sanktionsverstöße), werden üblicherweise ausgeschlossen. Des Weiteren sind Ausschlüsse von Ansprüchen aus fehlerhaften und zurückgerufenen Produkten sowie Berufshaftpflichtversicherung üblich. Zum Schluss werden ebenfalls steuerliche Drittpreisberechnungen (*transfer pricing*) ausgeschlossen.

Transaktionsspezifische *exclusions* betreffen Hochrisikobereiche und identifizierte Risiken aus der *due diligence*. Diese spezifischen Ausschlüsse gehen über die allgemeinen Risiken hinaus und beziehen sich auf spezifische, in der *due diligence* identifizierte Risiken sowie ebenfalls Bereiche, die nicht ausreichend analysiert wurden. Jene Punkte können in der Police von der Deckung ausgeschlossen werden. Für den W&I Versicherer stellen solche Hochrisikobereiche sowie unzureichend untersuchte Risiken ein Ausschlusskriterium dar, da sie schwer kalkulierbar sind und potenziell hohe Verluste verursachen könnten. Für konkrete Risiken werden typischerweise bereits Schadloshaltungen (*indemnities*) im Aktienkaufvertrag aufgenommen.

Eine frühzeitige Abstimmung des Käufers mit dem W&I Versicherer bzw. dem Broker ist essenziell, um eine möglichst gute Ausgangslage mit wenigen, für die Transaktion relevanten, Deckungsausschlüssen zu erwirken.

## 8. Zwischenfazit

Die vorangehenden Ausführungen zeigen, dass die Voraussetzungen und Hürden bei der Durchsetzungen von käuferseitigen Ansprüchen in der W&I Versicherungspolice tendenziell erhöht werden. Die Police deckt namentlich gemäss des

*warranty spreadsheet* lediglich einen Teil der vom Verkäufer abgegebenen Zusicherungen und Gewährleistungen; Ansprüche aus Schadloshaltungen sind grundsätzlich nicht versichert; die betragsmässigen Haftungslimitierungen sind je nach Prämie tiefer; die *disclosure limitations* sind weitergehender; es gibt diverse generelle *exclusions* und während der *due diligence* identifizierten Hochrisikobereiche der Gesellschaft werden ausgeschlossen.

In den letzten Jahren haben die Versicherungen jedoch verschiedene Instrumente entwickelt, um die Deckung der Versicherungspolice zu erhöhen (sog. *enhancements*).<sup>58</sup>

### III. Enhancements

#### 1. Klassische Enhancements

Einerseits wird im Aktienkaufvertrag die Durchsetzung von Gewährleistungs- und Zusicherungsverletzungen des Verkäufers durch *materiality thresholds* und *knowledge qualifiers* erschwert.<sup>59</sup> Im angelsächsischen Raum hat sich die Praxis entwickelt, Verletzungen unabhängig der vorgenannten Einschränkungen zu versichern; diese werden *knowledge* bzw. *materiality scrapes* genannt.<sup>60</sup>

Ferner ist eine Erweiterung der Schadensdefinition denkbar, denn üblicherweise werden entgangene Gewinne, indirekte Schäden, *punitive damages* und Multiplikatoren bei der Schadensberechnung von der Versicherungsdeckung ausgeschlossen. Auch kann die Geltungsdauer der Police sowie die relevanten Verjährungsfristen erhöht werden, um eine längerfristige Deckung zu erhalten. Letztlich hat der Käufer ebenfalls mit einem tieferen Selbstbehalt (*retention*) sowie einer erhöhten Haftungslimitierung (*cap*) eine verbesserte Stellung.

#### 2. Synthetische W&I Versicherungen im Besonderen

Die vorangehenden Erläuterungen basieren stets auf der Prämisse, dass eine durch den Verkäufer im Aktienkaufvertrag gegebene Gewährleistung und Zusicherung verletzt wurde. Denkbar ist hingegen, dass weitere Gewährleistungen und Zusicherungen unabhängig der aktienkaufvertraglichen Regelung direkt in der Police aufgenommen werden, welche sodann ebenfalls von der Versicherungsdeckung erfasst sind. Diese Lösung hat sich in der Praxis bereits

---

<sup>58</sup> Siehe unten, III.

<sup>59</sup> Avery/Lingenfelter, 1 f.; Frey/Hanselmann, 75.

<sup>60</sup> Frey/Hanselmann, 75.

für gewisse Spezialfälle etabliert und ist als *synthetic warranty* bekannt.<sup>61</sup> Diese können vom Aktienkaufvertrag vollständig entkoppelte Gewährleistung und Zusicherungen, oder eine hybride Form darstellen. Der W&I Versicherer wird dabei in jedem Fall erhöhte Ansprüche an die *due diligence* des Käufers stellen und der Käufer muss dabei die Bereitschaft zeigen, eng mit dem Versicherer zusammenzuarbeiten, damit dieser die Risiken klar einschätzen kann.<sup>62</sup> Des Weiteren ist eine synthetische W&I Versicherung keinesfalls als Blankocheck für jegliche Gewährleistungen und Zusicherungen anzusehen. Ausgenommen sind oftmals regulatorische und compliance-rechtliche Themen sowie sämtliche Aspekte hinsichtlich der weiteren, ordnungsgemässen Geschäftstätigkeit des Unternehmens zwischen Unterzeichnung (*signing*) und Vollzug (*closing*) des Aktienkaufvertrags. Auch führt nicht nur tatsächliche Kenntnis (*actual knowledge*), sondern auch fahrlässige Unkenntnis (*deemed knowledge*) des Käufers oft zu einem Deckungsausschluss.<sup>63</sup>

Falls eine Deckung durch die synthetische W&I Versicherungspolice nicht gewährt ist, stellt sich die Frage nach einer möglichen Residualhaftung des Verkäufers. Im Grundsatz setzt ein geltend gemachter Schaden einen Mangel infolge einer zugesicherten Eigenschaft i.S.v. Art. 197 OR voraus. Bei einer synthetischen W&I Versicherung hat der Verkäufer hingegen genau keine Zusicherungen gemacht. Infolgedessen greift die kaufrechtliche Norm von Art. 199 OR, dass eine Aufhebung oder Beschränkung von Gewährleistungen bei arglistigem Verschweigen des Mangels durch den Verkäufer gegenüber dem Käufer ungültig ist, ebenfalls nicht. Ferner kann ebenso wenig auf Art. 100 OR abgestellt werden, da keine grobfahrlässige Falschzusicherung vorliegt. Hingegen hat das BGer in Anwendung von Art. 28 OR festgehalten, dass eine Tatsachenschweigung eine arglistige Täuschung darstellt, wenn eine gesetzliche, vertragliche oder infolge aus Treu und Glauben bzw. dem Einzelfall sich ergebende Aufklärungspflicht besteht.<sup>64</sup> Im Falle eines Unternehmenskaufs kann argumentiert werden, dass der Verkäufer infolge des zwischen den Parteien bestehenden Vertrauensverhältnisses verpflichtet ist, den Käufer über mögliche Mängel zu informieren, welche nach Treu und Glauben den Unternehmenswert für diesen erheblich einschränken können.<sup>65</sup>

---

<sup>61</sup> Vgl. Frey/Hanselmann, 76 f.; Clifford Chance, 1.

<sup>62</sup> Clifford Chance, 2.

<sup>63</sup> Clifford Chance, 3.

<sup>64</sup> BGE 116 II 431 E. 3.a S. 434.

<sup>65</sup> Urteil des Bundesgerichts 4C.26/2000 vom 6. September 2000 E. 2.a.

### 3. Contingency Risk Insurance Policies im Besonderen

Des Weiteren kann das finanzielle Risiko des Käufers weiter abgeschwächt werden, indem für während der *due diligence* identifizierte, konkrete Risiken eine zusätzliche Deckung mit dem Versicherer vereinbart wird. Namentlich bei Steuerrisiken oder Unsicherheiten bzgl. vergangener Eigentumsübertragungen der Aktien des zu erwerbenden Unternehmens bieten sich solche *contingency risk insurance policies* an. Ein Abschluss setzt jedoch i.d.R. ein Gutachten eines externen Beraters des Käufers voraus, welches das Risiko attestiert und dessen Eintretenswahrscheinlichkeit beurteilt. Das zu versichernde Risiko umfasst jedoch üblicherweise nicht Unklarheiten bei der Sachverhaltsfeststellung, sondern vielmehr umstrittene rechtliche Auslegungen oder Rechtsprechung. Die Versicherung verlangt dabei für die Ausstellung einer Police eine tiefe bis mittlere Eintretenswahrscheinlichkeit des zu versichernden Risikos. Risiken mit mittlerer bis hoher Eintretenswahrscheinlichkeiten wären somit aus Sicht des Käufers mittels einer von der CHF 1 hohen Haftungslimitierung ausgenommenen Schadloshaltung im Aktienkaufvertrag oder einer Kaufpreisreduktion zu begegnen.

## IV. Fazit

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass eine W&I Versicherung sinnvoll sein kann und für jeden Einzelfall der jeweilige Deckungsumfang geprüft werden muss. Eine frühzeitige Absprache mit einem Versicherungs-Broker ist entscheidend.

## Literaturverzeichnis

- Avery Dan/Lingenfelter Linh, Trends in Private Company M&A Provisions: The „Materiality Scrape“, Bloomberg Law 2018.
- Clifford Chance, Synthetic W&I Insurance – A Way Forward in a Difficult Market?, June 2023.
- Frey Martin/Hanselmann Petra, Warranty & Indemnity Insurance und Private Equity, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity VI, PE 6.0: Neue Mitspieler, neue Technologien, neue Themen, neues Recht, Zürich 2018, 55 ff.
- Furrer Andreas/Müller-Chen, Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, 3. A., Zürich 2018.
- Hodel Pascal, Präzisierungen zur Kausalität in der Prospekthaftung, Besprechung des Urteils 4A\_24/2024 des schweizerischen Bundesgerichts vom 24. Juni 2021, GesKR 1/2022, 120 ff.
- Honsell Heinrich, Art. 197 – 210, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I (Art. 1–529 OR), 7. A., Basel 2020 (zit. Honsell, Art. ..., OR I, Rz. ...)

- Koller Alfred, Art. 185, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I (Art. 1-529 OR), 7. A., Basel 2020 (zit. Koller, Art. 185, OR I, Rz. ...)
- Müller-Chen/Girsberger Daniel/Droese Lorenz, Obligationenrecht, Besonderer Teil, 2. A. Zürich 2017.
- Schenker Urs, Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in: Oertle Matthias et al. (Hrsg.), M&A Recht und Wirtschaft in der Praxis, Libor amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich/St. Gallen 2010, 65 ff. (zit. Schenker, Unternehmenskaufverträge).
- Schenker Urs, Unternehmenskauf, Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016 (zit. Schenker, Unternehmenskauf).
- Schenker Urs, Versicherung von Gewährleistungsrisiken, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIX, EIZ Nr. 179 Zürich 2017, 242 ff. (zit. Schenker, Versicherung Gewährleistungsrisiken).
- Schmid Jörg/Stöckli Hubert/Krauskopf Frédéric, OR BT, Schweizerisches Obligationenrecht Besonderer Teil, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2021.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A Transaktionen nach Schweizer Recht, 2. A., Zürich 2013.
- Venturi Silvio/Zen-Ruffinen Marie-Noëlle, Art. 197-208, in: Thévenoz Luc/Werro Franz (Hrsg.), Commentaire Romand, Code des obligations I, Art. 1-529 CO, 3. A. Basel 2021 (zit. Venturi/Zen-Ruffinen, Art. ..., CR CO I, Rz. ...).
- Vischer Markus/Galli Dario, Wissen, Nichtwissen und Wissenmüssen von natürlichen und juristischen Personen, SZW 2022, 361 ff.
- Kläsener Amy C./Webster Thomas H, Special Issues in connection with Warranty and Indemnity Insurance, in: Kläsener Amy C. (Hrsg.), The Guide to M&A Arbitration, London 2018, 55 ff. (nicht in einer Fussnote?)
- Walter Stephanie, Die vertragliche Allokation rechtlicher Vollzugsrisiken bei privaten Aktienkäufen, Law & Management Wissenschaft Band Nr. 3, Zürich 2019.



# Die Prä-Auktion (vor einem öffentlichen Übernahmeangebot)

Dieter Gericke, Matthias P. A. Müller\*

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	33
II.	<a href="#">Trend zur Prä-Auktion</a>	33
	1. <a href="#">Das Übernahmerecht als Marktrecht: Ermöglichung einer fairen Auktion</a>	33
	2. <a href="#">Rechtstatsächliche Entwicklung: Abnahme von Konkurrenzangeboten und unfreundlichen Übernahmeangeboten</a>	34
	3. <a href="#">Bekannte Prä-Auktionen</a>	35
	4. <a href="#">Initiatoren einer Prä-Auktion und ihre Motivation</a>	37
	a) <a href="#">Zielgesellschaft</a>	37
	b) <a href="#">Grossaktionär</a>	38
	c) <a href="#">Aktivistische Aktionäre</a>	38
	5. <a href="#">Praktische Vorteile der Prä-Auktion</a>	39
III.	<a href="#">Rechtlicher Rahmen der Prä-Auktion</a>	40
	1. <a href="#">Einbindung der Prä-Auktion in ein dichtes, aber weniger zugängliches Regelungsnetz</a>	40
	a) <a href="#">Ad hoc-Publizität</a>	41
	b) <a href="#">Insiderrecht</a>	41
	c) <a href="#">Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen</a>	41
	d) <a href="#">Aktienrechtliche Organpflichten</a>	42
	e) <a href="#">(Vor-)Vertragsrecht / Treu und Glauben</a>	42
	f) <a href="#">Kartellrecht, Foreign Direct Investment (FDI) und Subsidies Restriktionen</a>	43
	g) <a href="#">Keine Anwendung des kaufrechtlichen Auktionsrechts nach Art. 229 Abs. 2 OR</a>	44
	2. <a href="#">Rolle des Übernahmerechts</a>	44
	a) <a href="#">Echte Vorwirkung des Übernahmerechts</a>	45
	aa) <a href="#">Put-up or Shut-up-Regel</a>	45
	bb) <a href="#">Abwehrmassnahmen</a>	46
	aaa) <a href="#">Verbot von Abwehrmassnahmen gemäss Art. 132 Abs. 2 FinfraG und Art. 36 UEV</a>	46

---

\* Dieser Beitrag stützt sich auf den Vortrag von Dieter Gericke anlässlich der 27. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions des Europa Instituts an der Universität Zürich vom 10. September 2024. Die Autoren bedanken sich bei M.A. HSG in Law Marc Wang für die Unterstützung bei der Erarbeitung des Manuskriptes.

bbb)	<a href="#">Verbot von Abwehrmassnahmen gemäss Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG und Art. 37 UEV</a>	47
ccc)	<a href="#">Begrenzte praktische Relevanz für Prä-Auktionen</a>	47
b)	<a href="#">Unechte Vorwirkung des Übernahmerechts</a>	48
aa)	<a href="#">Pflichtangebot, Mindestpreisregeln und Handeln in Absprache</a>	48
bb)	<a href="#">Spätere Gleichbehandlung von Konkurrenzanbietern bezüglich Due Diligence</a>	49
IV.	<a href="#">Konkrete Fragen</a>	49
1.	<a href="#">Keine generelle Pflicht zur Durchführung einer Prä-Auktion</a>	49
2.	<a href="#">Pflicht zur Gleichbehandlung der möglichen Anbieter</a>	51
a)	<a href="#">Gleichbehandlung der Interessenten im Allgemeinen</a>	51
aa)	<a href="#">Grundsatz: keine generelle Gleichbehandlungspflicht</a>	51
bb)	<a href="#">Herleitung einer Gleichbehandlungspflicht aus dem Aktienrecht</a>	52
aaa)	<a href="#">Pflicht zum Handeln im Gesellschaftsinteresse</a>	52
bbb)	<a href="#">Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre</a>	52
cc)	<a href="#">Doch noch Herleitung der Gleichbehandlungspflicht aus dem Übernahmerecht: Offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts</a>	53
dd)	<a href="#">Herleitung einer Gleichbehandlungspflicht aus Treu und Glauben</a>	54
ee)	<a href="#">Vorausschauende Minimierung von Risiken der Bietergleichbehandlung</a>	54
ff)	<a href="#">Praktische Auswirkungen einer (zulässigen) Ungleichbehandlung</a>	55
b)	<a href="#">Pflicht zur Gleichbehandlung bezüglich der Due Diligence im Speziellen</a>	56
aa)	<a href="#">Anspruch auf Informationen zwecks Durchführung einer Due Diligence</a>	56
bb)	<a href="#">Anspruch auf gleiche Information bezüglich der Due Diligence</a>	56
cc)	<a href="#">Residualrisiken bei unzutreffenden oder fehlenden Informationen oder Ungleichbehandlung bezüglich Due Diligence</a>	58
3.	<a href="#">Transaktionsschutz (Deal Protection)</a>	60
a)	<a href="#">Exklusivitätsvereinbarungen mit der Zielgesellschaft</a>	60
b)	<a href="#">Vereinbarungen mit Aktionären</a>	62
aa)	<a href="#">Problematik</a>	62
bb)	<a href="#">Direkter Kauf einer grösseren Beteiligung</a>	62
cc)	<a href="#">Andienungsverpflichtungen (Irrevocables)</a>	63
dd)	<a href="#">Ausnahme: Hard Lock-up, aber für die Zeitperiode vor einer Angebotslancierung</a>	64
4.	<a href="#">Vertraulichkeit und Publizität</a>	65
a)	<a href="#">Vertraulichkeit der Prä-Auktion bzw. gewollte oder ungewollte Publizität</a>	65
b)	<a href="#">Ad hoc-Publizität im Zusammenhang mit einer Prä-Auktion</a>	66
V.	<a href="#">Fazit</a>	68
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	68

## I. Einleitung

Mit „Prä-Auktion“ wird im Rahmen dieses Beitrags untechnisch jede Art der breiteren Vermarktung einer börsenkotierten Gesellschaft im Vorfeld einer (allfälligen) öffentlichen Übernahme bezeichnet. Manchmal kommt eine Prä-Auktion recht informell zustande und in anderen Fällen, analog zu einer „Auktion“ eines privat gehaltenen Unternehmens, in einem sorgfältig geplanten, strukturierten Verfahren.

Wieso kommt es zu Prä-Auktionen, wie sind sie in den Übernahmeprozess einzuordnen und in welchem rechtlichen Umfeld finden sie statt? Diesen Fragen wird im Folgenden nachgegangen.

## II. Trend zur Prä-Auktion

### I. Das Übernahmerecht als Marktrecht: Ermöglichung einer fairen Auktion

Art. 1 UEV<sup>1</sup> nennt als Zielsetzung des Übernahmerechts die Lauterkeit und die Transparenz von öffentlichen Kaufangeboten sowie die Gleichbehandlung der Anleger. Grundsätzlicher gefasst ist der Zweck im der UEV zugrundeliegenden FinfraG. Dessen Art. 1 Abs. 2 nennt an erster Stelle die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte.

Entsprechend ist das Übernahmerecht im Wesentlichen ein Marktrecht. Es soll einen Markt für Unternehmenskontrolle ermöglichen und regeln.<sup>2</sup> So dienen zahlreiche Vorschriften des Übernahmerechts dem Zweck, einen Wettbewerb unter konkurrierenden Anbietern mit gleich langen Spiessen (*Level Playing Field*) zu schaffen. Damit soll im Rahmen des Prozesses einer öffentlichen Übernahme ein effizientes, faires und kompetitives Bieterverfahren ermöglicht werden.<sup>3</sup>

So lassen sich zahlreiche Regelungen und von der Spruchpraxis eingeführte Rahmenbedingungen anführen, welche diesem Zweck im Zusammenwirken zum Durchbruch verschaffen sollen:

---

<sup>1</sup> Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1).

<sup>2</sup> Siehe zum Gesagten von der Crone, Grundsätze, 16.

<sup>3</sup> Vgl. zum Gesagten BGE 133 II 232 E. 3.1.2 S. 238; vgl. ferner von der Crone, Grundsätze, 9 f.; Watter, Pflichten, 4 f.; Watter/Maizar, 9.

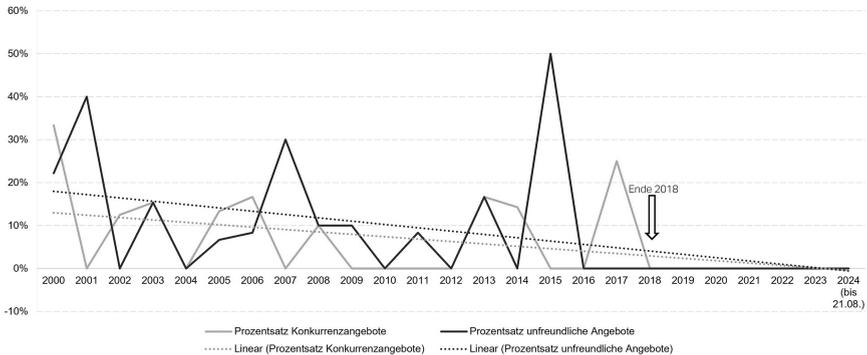
- Transparenz über die Angebotsbedingungen und -absprachen (vgl. Art. 127, 134 FinfraG; Art. 1, 11 f.; 38 ff. UEV);
- Lauterkeit (Art. 131 lit. e FinfraG; Art. 13 UEV);
- Finanzierungssicherheit (*Certainty of Funds*), die auch bei Konkurrenzangeboten aufrechtzuerhalten ist (Art. 127 Abs. 1 und 131 lit. b FinfraG sowie Art. 20 und 27 UEV);
- Wartezeit: Karenzfrist (*Cooling-off*) von zehn Handelstagen, 20 Handelstage Angebotsfrist = mind. sechs Wochen Vorbereitungszeit für ein Konkurrenzangebot ab Vorliegen des Angebotsprospekts (Art. 14 UEV);
- Beschränkung von Abwehrmassnahmen (vgl. Art. 132 Abs. 2 und 3 FinfraG i.V.m. Art. 36 f. UEV);
- Beschränkung von No-Talk, No-Due Diligence-Klauseln in Transaktionsvereinbarungen (vgl. bspw. UEK-Verfügung 844/03 vom 12. Juni 2023 in Sachen GAM Holding AG Rz. 49 ff.; Angebotsprospekt der Pharma Strategy Partners in Sachen Acino Holding AG vom 4. Oktober 2013, 14);
- *Fiduciary-outs* in Transaktionsvereinbarungen (vgl. z.B. UEK-Verfügung 856/02 vom 29. November 2023 in Sachen Crealogix Holding AG, E. 10; UEK-Verfügung 843/02 vom 7. September 2023 in Sachen Von Roll Holding AG, E. 8; UEK-Verfügung 802/02 vom 14. Januar 2022 in Sachen Vifor Pharma AG, E. 7; UEK-Verfügung 726/02 vom 10. Mai 2019 in Sachen Panalpina Welttransport (Holding) AG, E. 7.);
- Gleichbehandlung konkurrierender Anbieter (Art. 49 Abs. 1 UEV) oder Unterstützung bei der Bedingungserfüllung;
- Gleichziehen von Fristen (Art. 50 Abs. 3 UEV); und
- Wahlfreiheit der Aktionäre (Art. 48 Abs. 4 UEV; keine harten *Lock-ups* / *Irrevocables*).

## 2. **Rechtstatsächliche Entwicklung: Abnahme von Konkurrenzangeboten und unfreundlichen Übernahmeangeboten**

Oft entwickelt sich die Praxis anders als vom Regulator ursprünglich vorgesehen. Wie die nachstehende Grafik veranschaulicht, ist ab 2018 der öffentliche, im Rahmen des Übernahmeverfahrens stattfindende Bietermarkt für Unternehmenskontrolle praktisch zum Erliegen gekommen. Seither wurden keine unfreundlichen Angebote mehr eingeleitet bzw. beendet oder Konkurrenzangebote erfolgreich unterbreitet.

Dies mag verschiedene Gründe haben, doch ist nach unserer Wahrnehmung Hauptgrund, dass sich dieser Bietermarkt auf das Vorfeld des öffentlichen Übernahmeverfahrens verlagert hat, eben auf die Prä-Auktion.

## Entwicklung Anteil Konkurrenzangebote und unfreundliche Angebote



### 3. Bekannte Prä-Auktionen

Meistens werden Prä-Auktionen nicht publik, weil sie sich vertraulich abspielen. Der Markt erfährt im Erfolgsfall zwar, dass eine Übernahme stattfindet, nicht aber, dass diese auf einer Prä-Auktion gründet. Hin und wieder werden Prä-Auktionen jedoch bewusst in die Öffentlichkeit getragen:

- Am explizitesten war dies der Fall beim Übernahmekampf um die Forbo im Jahr 2004. CVC hatte den Verwaltungsrat von Forbo mit einem unverbindlichen Angebot angegangen, welches dann noch verbessert wurde, um den Verwaltungsrat dazu zu bewegen, Gelegenheit für eine *Due Diligence*-Prüfung zu gewähren. In der Folge gab der Verwaltungsrat diesem Wunsch statt, lud jedoch mit öffentlicher Mitteilung allgemein zu einem Bieterprozess ein, wobei Interessenten *Due Diligence* gewährt würde:

„The Forbo Board of Directors announces that it allows CVC Capital Partners to conduct a due diligence assessment of the company following CVC's increased indication of interest to buy Forbo's shares in the price range from CHF 350 to 370 per share and the CVC Capital Partners' notification to the Board of Directors that they fundamentally support the strategy of the three Forbo businesses. [...] This process will be designed by the Board of Directors and the management such that equal treatment of further interested parties is ensured.“<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Medienmitteilung Forbo Holding AG vom 18. November 2004, „Forbo allows CVC to conduct a due diligence assessment – schedule for capital increase unchanged“, abrufbar unter <<https://www.forbo.com/corporate/en-gl/media/media-archive/2004/forbo-allows-cvc-to-conduct-a-due-diligence-assessment-schedule-for-capital-increase-unchanged/pqv60i?n=06254a10-1ce1-47da-98a3-44ff8391ec7f>>.

Bei diesem Auktionsvorlauf obsiegte schliesslich CVC. Deren Angebot war dann jedoch aus anderen Gründen nicht erfolgreich.<sup>5</sup>

- 2014 vermeldete Nobel Biocare, von Drittparteien im Hinblick auf eine mögliche Übernahme kontaktiert worden zu sein. In der Mitteilung kündigte Nobel Biocare einen Prä-Auktionsprozess an, um das Interesse der potenziellen Erwerber zu bewerten:

*„Im Juli [2014] hat das Unternehmen mitgeteilt, dass es von Drittparteien kontaktiert wurde, die möglicherweise an einem Erwerb des Unternehmens interessiert sind. Das Unternehmen mandatierte einen Finanzberater, das Interesse von potenziellen Erwerbern zu bewerten.“<sup>6</sup>*

Dieser Bieterprozess führte schliesslich zur Übernahme von Nobel Biocare durch die Danaher Corporation.<sup>7</sup>

- 2023 unterbreitete Bain Capital zusammen mit einer Aktionärsgruppe Vorschläge für eine mögliche Übernahme von SoftwareOne.<sup>8</sup> In der Folge kündigte der Verwaltungsrat die Prüfung aller potenziellen strategischen Optionen an, um sich mit den Vorschlägen interessierter Parteien zu befassen:

*„Der Verwaltungsrat der SoftwareOne Holding AG [...] leitet eine Prüfung strategischer Optionen ein. Damit soll sichergestellt werden, dass das Unternehmen alle Optionen zur Wertschaffung betrachtet, einschliesslich der Fortführung der Geschäftstätigkeit als börsennotierte Gesellschaft, einer Fusion oder eines Verkaufs des Unternehmens, sowie anderer möglicher strategischer Transaktionen.“<sup>9</sup>*

---

<sup>5</sup> Das Angebot kam nicht zustande, da sich der grösste Aktionär von Forbo (i.e., Michael Pieper/Franke) entschieden hatte, nicht zu verkaufen und nötigenfalls noch mehr Aktien zu erwerben, um die Übernahme zu blockieren, und weil der Börsenkurs über die Höhe des Angebots hinaus anstieg. Somit wurden CVC bis Ende der Angebotsfrist lediglich 16.55% der sich im Publikum befindenden Namenaktien angedient, anstelle der angestrebten 50.01%. Die Intervention Michael Piepers bot Anlass für die spätere Einführung der sog. *Put up or Shut up*-Regelung (Art. 53 UEV), die jenes Verhalten freilich nicht erfassen würde (und nach der hier vertretenen Auffassung auch nicht sollte).

<sup>6</sup> Medienmitteilung Nobel Biocare Holding AG vom 29. Juli 2014.

<sup>7</sup> Siehe UEK-Verfügung 576/01 i.S. Nobel Biocare Holding AG vom 29. September 2014, *passim*.

<sup>8</sup> Siehe Reuters vom 18. Juli 2024, „Exclusive: Apax, Bain and CVC exploring potential bids for SoftwareOne“, abrufbar unter <<https://www.reuters.com/markets/deals/apax-bain-cvc-exploring-potential-bids-softwareone-sources-say-2024-07-17/>>.

<sup>9</sup> Medienmitteilung SoftwareOne Holding AG vom 24. Juli 2023, „SoftwareOne-Verwaltungsrat lehnt überarbeitetes Angebot von Bain Capital ab und leitet eine Prüfung aller strategischen Optionen ein“, abrufbar unter <<https://www.softwareone.com/de-ch/medien/mitteilungen/2023/07/24/softwareone-verwaltungsrat-lehnt-ueberarbeitetes-angebot-von-bain-capital-leitet-pruefung-strategischer-optionen-ein>>.

Auch dies war als Grundlage für die Durchführung einer Prä-Auktion gedacht, soweit dies trotz der Absprachen zwischen Bain Capital und der Aktionärsgruppe möglich war.

*„Der Verwaltungsrat möchte, im Einklang mit seiner Verantwortung und treuhänderischen Pflicht, den Wert für alle Aktionäre zu maximieren, einen fairen und gleichberechtigten Rahmen für die Prüfung aller Alternativen schaffen. Daher erwartet der Verwaltungsrat von den Gründungsaktionären, dass sie im besten Interesse des Unternehmens und aller Stakeholder handeln und derjenigen Alternative nicht im Weg stehen, die den höchsten Wert bringt, sondern sie vielmehr unterstützen. Im Rahmen ihrer Verpflichtung zur Wertschaffung werden der Verwaltungsrat und das Managementteam sich während des gesamten Prozesses weiterhin um konstruktiven Input vonseiten der Aktionäre bemühen. Nach Abschluss der Prüfung wird der Verwaltungsrat eine Empfehlung abgeben, die seiner Meinung nach im besten Interesse der Gesellschaft, und aller Stakeholder ist.“<sup>10</sup>*

Dieser Prozess endete schliesslich ohne Angebot.

#### 4. Initiatoren einer Prä-Auktion und ihre Motivation

##### a) Zielgesellschaft

Am häufigsten wird eine Prä-Auktion von der Zielgesellschaft bzw. von deren Verwaltungsrat initiiert.

Eine Prä-Auktion durch die Zielgesellschaft kann in zwei Ausprägungen stattfinden: als *proaktiver* oder als *reaktiver* Bieterwettbewerb. Im Rahmen eines proaktiven Bieterwettbewerbs steht die Suche nach dem besten Anbieter unter Wahrung der Vertraulichkeit des Auktionsprozesses im Vordergrund. Im umgekehrten Fall erfolgt eine (vertrauliche oder öffentliche) Prä-Auktion als Reaktion auf eingegangene Interessensbekundungen; diesfalls steht das Finden eines besseren Angebots im Zentrum. So oder anders liegt das Interesse der Zielgesellschaft darin, eine Vorstellung über den Wert und das Potenzial des eigenen Unternehmens zu erlangen und die Bedingungen einer allfälligen Übernahme zu optimieren. Zudem geht es für die Zielgesellschaft darum, die Kontrolle über den Bieterprozess innezuhaben.

---

<sup>10</sup> SoftwareOne Holding AG, Medienmitteilung 2023.

## b) Grossaktionär

Manchmal geht eine Prä-Auktion von einem Grossaktionär aus. Ein solcher Aktionär wird daran interessiert sein, den besten Anbieter zu finden und diesem sein eigenes Aktienpaket zeitlich vor dem öffentlichen Übernahmeangebot zu verkaufen. Ein Beispiel dafür ist der Verkauf der Beteiligung an der Converium durch Patinex an SCOR. So schlossen Patinex und SCOR einen Aktienkaufvertrag über 29'020'350 Converium-Aktien (19.7835% der Stimmrechte), bevor SCOR in den Medien ankündigte, dass sie ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Converium-Aktien unterbreiten werde.<sup>11</sup>

## c) Aktivistische Aktionäre

Schliesslich können Aktivisten eine Prä-Auktion initiieren. Diese üben Druck auf den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft aus, in der Absicht, das Unternehmen in einen Auktionsprozess zu drängen. Zu nennen sind folgende Beispiele:

- Tito Tettamanti baute anfangs der 2000er Jahre über seine Investmentgesellschaft Sterling Investment Group eine grössere Beteiligung an der Sarna auf. Er versuchte in der Folge, eine Übernahme der Sarna in die Wege zu leiten.<sup>12</sup> Nachdem er anfangs 2005 ein Zusammengehen von Sarna mit Sika propagierte, sind die Gerüchte um eine entsprechende Transaktion nicht mehr verstummt. Zu Beginn stand der Sarna-Verwaltungsrat diesem Ansinnen noch ablehnend gegenüber; er betonte mehrmals, die Sarna stehe nicht zum Verkauf. Doch im Laufe des betreffenden Jahres unterbreitete die Sika den Sarna-Aktionären (trotzdem) ein öffentliches Übernahmeangebot, das der Verwaltungsrat der Sarna schliesslich unterstützte.<sup>13</sup>
- Ein weiteres Beispiel ist der Fall Elliott/Actelion: Anfangs 2011 stellte der Hedgefondsmanager Elliott, dessen Vehikel damals rund 6% des Aktienkapitals des Pharmakonzerns Actelion kontrollierten, den Verwaltungsrat von Actelion unter Druck. Elliott kritisierte in einem öffentlichen Schreiben die bisherige Strategie des Unternehmens, forderte, den Verkauf bzw. einen

---

<sup>11</sup> UEK-Verfügung 318/04 in Sachen Converium Holding AG vom 9. Juni 2007 lit. AA. und E. 4.2.2. Vgl. auch EBK-Verfügung vom 13. Juli 2007 in Sachen Converium Holding AG Rz. 5.

<sup>12</sup> Per Ende 2004 hielt die Sterling Investment Group rund 5.4% des Aktienkapitals der Sarna.

<sup>13</sup> Vgl. zum Gesagten Finanz und Wirtschaft vom 14. September 2005, „Übernahmeangebot an Sarna-Aktionäre – Neuer Weltmarktführer – Eine rare ‚Win-win-Situation‘“, abrufbar unter <<https://www.fuw.ch/article/bernahmeangebot-an-sarnaaktionre-ndash-neuer>>; Finanz und Wirtschaft vom 29. Januar 2005, „Tettamanti möchte Sarna und Sika zum Traualtar führen“, abrufbar unter <<https://www.fuw.ch/article/tettamanti-mchte-sarna-und-sika>>.

Kontrollwechsel zu prüfen, und schlug für die Generalversammlung neue Verwaltungsratsmitglieder vor.<sup>14</sup>

- Zu erwähnen ist schliesslich das Vorgehen von Petrus Advisors im Jahre 2022: Der aktivistische Aktionär ging im Oktober des betreffenden Jahres mit verschiedenen Forderungen auf den Verwaltungsrat von Tenemos zu. Unter anderem hielt Petrus Advisors den Verwaltungsrat dazu an, „*potential take-private or strategic sale options for Temos*“ zu erwägen.<sup>15</sup>

## 5. Praktische Vorteile der Prä-Auktion

Die Prä-Auktion erlaubt es, die Zielgesellschaft einem breiteren Marktinteresse gegenüber zu öffnen und sämtlichen Interessenten zeitgleich und vor einer endgültigen Preisfestlegung eine *Due Diligence* zu ermöglichen. Damit haben diese die Gelegenheit, gestützt auf eine angemessene Informationsbasis und unter aktuellem Konkurrenzdruck ihr bestes Angebot abzugeben.

Damit adressiert die Prä-Auktion Schwachstellen des übernahmerechtlichen Marktrahmens:

- Das Übernahmerecht sieht die informationelle Gleichbehandlung erst dann vor, wenn ein Erstanbieter bereits mit einem Angebot oder dessen Voranmeldung an die Öffentlichkeit gelangt ist und sodann ein Konkurrenzanbieter eine Voranmeldung oder einen Angebotsprospekt publiziert.<sup>16</sup> Die Praxis der Übernahmekommission erlaubt – unseres Erachtens ohne Not – keine *Due Diligence*-Bedingung oder -Preisanpassung zulasten der Aktionäre der Zielgesellschaft.<sup>17</sup> Der Zweitanbieter ist im Übernahmeverfahren daher gezwungen, bereits ein unwiderrufliches Angebot abzugeben, obwohl ihm die Möglichkeit, die Annahmen seiner Bewertung mittels Unter-

---

<sup>14</sup> Vgl. Reuters vom 4. Februar 2011, „Elliott urges Actelion to alter Board, explore takeover“, abrufbar unter <<https://www.reuters.com/article/business/healthcare-pharmaceuticals/elliott-urges-actelion-to-alter-board-explore-takeover-idUSLDE7130GU/>>; vgl. ferner swissinfo vom 17. März 2011, „Actelion/Elliott schlägt neue Mitglieder für Verwaltungsrat vor“, abrufbar unter <<https://www.swissinfo.ch/ger/actelion-elliott-schlaegt-neue-mitglieder-fuer-verwaltungsrat-vor/29754314>>.

<sup>15</sup> Vgl. zum Gesagten marktpuls, „Letter from Petrus Advisors to Temos“, abrufbar unter <<https://www.marktpuls.ch/artikel/permalink/523491>>.

<sup>16</sup> Vgl. Gericke/Wiedmer, Art. 48, Kommentar UEV, Rz. 12; vgl. ferner Meier, 310; vgl. schliesslich Tschäni/Diem, Zielgesellschaft, 62: „Die übernahmerechtlichen Pflichten der Zielgesellschaft entstehen in zeitlicher Hinsicht grundsätzlich erst mit bzw. nach der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebots durch den Anbieter.“

<sup>17</sup> Gericke/Wiedmer, Art. 8, Kommentar UEV, Rz. 20; Schärer/Gericke/Fankhauser, 209; Schenker, 336 f.

nehmensprüfung zu verifizieren, erst nach dem *Point of no Return* offensteht.<sup>18</sup>

- Die Prä-Auktion erlaubt den gleichzeitigen *Due Diligence*- und Angebotsprozess durch mehrere Parteien und damit die unmittelbare Vergleichbarkeit der Angebote.
- Die Prä-Auktion erlaubt es Anbietern, die dann doch nicht interessiert sind oder deren Angebot unterlegen ist, sich ohne Öffentlichkeitswirkung wieder zurückzuziehen.
- Die Zielgesellschaft kommt nicht unnötig *in play* und entsprechende Unruhe, wenn sich zeigt, dass kein potenzieller Anbieter bereit ist, ein (angemessenes) Angebot abzugeben. Auch können emotional aufgeladene, aufwändige öffentliche Übernahmekämpfe weitgehend vermieden werden.
- Der Verwaltungsrat kann das beste Angebot unterstützen und muss sich nicht (allein) auf Bewertungen und *Fairness Opinions* verlassen und fürchten, dass ein besseres Angebot auftaucht.

### III. Rechtlicher Rahmen der Prä-Auktion

Der (zeitliche) Geltungsbereich des Übernahmerechts ist formal erst eröffnet, wenn eine Voranmeldung i.S.v. Art. 5 ff. UEV bzw. ein Angebotsprospekt i.S.v. Art. 17 ff. UEV veröffentlicht wurde.<sup>19</sup> Dennoch spielt sich die Prä-Auktion, die solchen Schritten vorgelagert ist, natürlich nicht in einem rechtsfreien Raum ab, und auch das Übernahmerecht kann bereits von Relevanz sein. Darauf ist nachfolgend einzugehen.

#### 1. Einbindung der Prä-Auktion in ein dichtes, aber weniger zugängliches Regelungsnetz

Die Prä-Auktion unterliegt einer Vielzahl an gesetzlichen Bestimmungen, die sowohl für den eigentlichen Auktionsprozess als auch für die an der Prä-Auktion beteiligten Akteure relevant sind. Da diese Regelungen jedoch nicht spezifisch für diese Zwecke geschaffen wurden und auch nicht in einem einheitlichen Rechtsakt enthalten sind, ist der Fächer möglicher Anwendungen stets weit offen zu halten und ihre Tragweite im Einzelfall zu beurteilen.

---

<sup>18</sup> Diese eigentlich absurde Situation wird insofern gemildert, als es einem Zweitbieter unter Vorbehalt der Mindestpreisregeln offensteht, ein tiefes Angebot zu machen und dieses nach erfolgter *Due Diligence* zu erhöhen.

<sup>19</sup> Vgl. Meier, 310; vgl. ferner Tschäni/Diem, Zielgesellschaft, 62; vgl. schliesslich von der Crone, Aktienrecht, Rz. 2362 f.

Die wesentlichen Regelungskreise sind insbesondere:

**a) Ad hoc-Publizität**

Sowohl für die Zielgesellschaft als auch für börsennotierte Anbieter können Schritte der Prä-Auktion oder Ereignisse in diesem Zusammenhang kursrelevante Informationen bedeuten. Ob diese eine Pflicht zur Publikation oder andere Pflichten auslösen, ist im Einzelfall zu prüfen.<sup>20</sup>

**b) Insiderrecht**

Beteiligen sich mehrere Akteure an einer Prä-Auktion, steigt das Risiko des unbefugten Umgangs mit Insiderinformationen. Hier kommen die Vorschriften des Insiderrechts zum Tragen, die sicherstellen sollen, dass vertrauliche Informationen nicht ohne Weiteres genutzt oder weitergegeben werden dürfen. Diese Bestimmungen dienen unter anderem dem Schutz des Marktes vor Manipulation und Insiderhandel.<sup>21</sup>

**c) Offenlegung von bedeutenden Beteiligungen**

Art. 120 FinfraG schreibt bei Überschreitung gewisser Schwellenwerte durch Erwerb oder Veräusserung von Beteiligungen oder bei Eingehen betreffender Rechte oder Pflichten entsprechende Offenlegungsmeldungen vor. Vor allem Kaufinteressenten, welche bereits über Aktien der Zielgesellschaft verfügen, laufen zudem Gefahr, im Rahmen des Prä-Auktionsprozesses unbeabsichtigt Verbindungen mit der Zielgesellschaft oder Drittaktionären einzugehen, welche in Bezug auf ihre jeweiligen Beteiligungen als Handeln in Absprache betrachtet werden und daher eine Meldepflicht auslösen könnten.<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> Vgl. dazu unten [IV.4](#).

<sup>21</sup> Vgl. allgemein zum Insiderrecht Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 143 ff.

<sup>22</sup> Eine Meldepflicht als Gruppe entsteht, wenn Personen direkt oder indirekt, durch gemeinsame Absprache oder als organisierte Gruppe handelnd, ihr Verhalten in Bezug auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten vertraglich, durch andere organisierte Vorkehren oder von Gesetzes wegen abstimmen (Art. 12 Abs. 1 der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 8. Dezember 2022 (Finanzmarktinfrastrukturenverordnung-FINMA, FinfraV-FINMA, SR 958.111)). Im Wesentlichen geht es um die Frage, welches Mass an Zusammenwirken – sowohl in Bezug auf die Willensbildung als auch auf tatsächliche Vorkehrungen – erforderlich ist, um einen offenlegungs- oder übernahmerechtlichen Tatbestand zu erfüllen. Diese Frage braucht offenlegungsrechtlich und übernahmerechtlich nicht gleich zu beantworten werden (vgl. BGE 130 II 549 E. 6 S. 546 ff.). Zur Frage, ob auch ein Nichtaktionär Mitglied einer meldepflichtigen Gruppe sein kann, siehe unten Fn. 46.

#### d) Aktienrechtliche Organpflichten

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft ist an die aktienrechtliche Sorgfalts- und Treuepflicht (Art. 717 Abs. 1 OR) gebunden – auch im Rahmen einer Prä-Auktion. Diese Pflichten stellen die sorgfältige Verfolgung des Gesellschaftsinteresses in guten Treuen ins Zentrum. Bei der konkreten Beurteilung der Handlungspflichten spielt dabei die *Business Judgment Rule* schweizerischer Ausprägung eine grosse Rolle, indem Entscheidungen, welche gestützt auf angemessene Informationen und frei von Interessenkonflikten getroffen werden, grundsätzlich nicht auf ihre sachliche Richtigkeit überprüft werden.<sup>23</sup> Vgl. zu Emanationen der Sorgfalts- und Treuepflichten zum Beispiel unten [IV.2](#) sowie [IV.3.a](#)).

Auch die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre (Art. 717 Abs. 2 OR) kann eine Rolle spielen bei Prä-Auktionen, namentlich wenn sich Aktionäre im Bieterfeld befinden.<sup>24</sup>

#### e) (Vor-)Vertragsrecht / Treu und Glauben

Eine Prä-Auktion kann durch eine Reihe vertraglicher oder vorvertraglicher Pflichten beeinflusst werden, die Rahmenbedingungen für den Auktionsprozess setzen:

- Ein zentrales Element sind *Vertraulichkeitsvereinbarungen*, die sicherstellen, dass vertrauliche Informationen ausschliesslich im zulässigen Rahmen verwendet und auch die Bedürfnisse des Insiderrechts (Verbot des Handels auf Grundlage unveröffentlichter preisrelevanter Informationen, Einschränkungen der Informationsweitergabe, Pflicht zur Führung von Insiderlisten)<sup>25</sup> und

---

<sup>23</sup> In Urteil des Bundesgerichts 4A\_74/2012 vom 18. Juni 2012 E. 5.1 hat das Bundesgericht die Geltung des *Business Judgment Rule* bestätigt und konkretisiert: „Das Bundesgericht anerkennt mit der herrschenden Lehre, dass die Gerichte sich bei der nachträglichen Beurteilung von Geschäftsentscheiden Zurückhaltung aufzuerlegen haben, die in einem einwandfreien, auf einer angemessenen Informationsbasis beruhenden und von Interessenkonflikten freien Entscheidungsprozess zustande gekommen sind“. Seither ständige Praxis; vgl. aus der jüngeren Rechtsprechung statt vieler Urteil des Bundesgerichts 4A\_623/2018 vom 31. Juli 2019 E. 3.1.

<sup>24</sup> Vgl. dazu unten [IV.2.a\)bb\)bbb](#)).

<sup>25</sup> Vgl. Art. 128 lit. b der Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 25. November 2015 (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, FinfraV, SR 958.11), wonach die zulässige Weitergabe von Insiderinformationen (beispielsweise im Rahmen einer *Due Diligence*) den dokumentierten Hinweis voraussetzt, dass die Insiderinformation nicht ausgenützt werden darf.

des Datenschutzrechts (namentlich bezüglich Bearbeitung im Ausland) abgedeckt werden.<sup>26</sup>

- Wird die Möglichkeit zu eingehender *Due Diligence* gewährt, sind zudem *Standstill*-Regelungen üblich,<sup>27</sup> welche es Interessenten untersagen, während in der Regel ein bis zwei Jahren nach Einsichtgewährung ein Übernahmeangebot ohne Zustimmung der Zielgesellschaft zu lancieren.<sup>28</sup>
- *Exklusivitätsklauseln* können die Zielgesellschaft darüber hinaus verpflichten, keine zusätzlichen Anbieter zu suchen oder ein Verbot vorsehen, Dritten Informationen zu gewähren oder mit ihnen über ein Angebot zu verhandeln.<sup>29</sup>
- Zur strukturierten Steuerung eines Auktionsprozesses werden ferner auch die bei privaten Auktionen üblichen *Process Letters* verwendet, die den Ablauf und Regeln der Auktion definieren. Diese können qua impliziter Zustimmung vertragliche Verbindlichkeit erlangen oder jedenfalls im Rahmen vorvertraglicher Vertrauensverhältnisse eine Rolle spielen.<sup>30</sup>
- Im Übrigen greifen in der Prä-Auktion auch vorvertragliche Pflichten, die sich meistens aus dem Gebot des Verhaltens nach Treu und Glauben ergeben (Art. 2 ZGB). Dabei ist vor allem an die Pflicht zur ernsthaften Verhandlungsführung oder an Aufklärungspflichten zu denken.<sup>31</sup> Auch (Un-)Gleichbehandlung kann unter Umständen zu einem Thema werden.<sup>32</sup> Ein Verstoss gegen diese Pflichten kann unter anderem zu einer Haftung für Schadenersatz aus *Culpa in Contrahendo* führen.<sup>33</sup>

## f) Kartellrecht, Foreign Direct Investment (FDI) und Subsidies Restriktionen

Obschon fusionskontrollrechtliche Meldepflichten, FDI-Meldungen und Subsidies-Überprüfungen im Allgemeinen erst im Hinblick auf den Vollzug einer vereinbarten Transaktion konkret zur Anwendung kommen,<sup>34</sup> können diese Regularien bereits im Rahmen einer Prä-Auktion erhebliche Auswirkungen entfalten. Einerseits können mögliche regulatorische Risiken Einfluss auf die

---

<sup>26</sup> Vgl. dazu statt vieler Reichmuth, Rz. 256 m.w.N.

<sup>27</sup> Es existiert keine einheitliche Definition von *Standstill Agreements*; vgl. für eine Übersicht über die verschiedenen Definitionen Togni, Rz. 5 ff.; Watter, *Standstills*, 266.

<sup>28</sup> Höhn/Lang/Roelli, E. Rz. 12; Reichmuth, Rz. 257; Tschäni/Diem, *Going Private*, 70.

<sup>29</sup> Vgl. dazu unten [IV.3.a](#).

<sup>30</sup> Vgl. dazu unten [IV.2.a\)ee](#).

<sup>31</sup> Siehe Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 104.

<sup>32</sup> Vgl. dazu unten [IV.2.a\)dd](#).

<sup>33</sup> Vgl. dazu unten [IV.2.a\)dd](#) und [IV.2.b\)cc](#).

<sup>34</sup> Zur Rolle des Kartellrechts bei Übernahmen im Allgemeinen Höhn/Lang/Roelli, C. Rz. 7 ff.

Selektion des Bieterkreises haben. Andererseits ergeben sich daraus auch wichtige Anhaltspunkte in Bezug auf Dauer, Komplexität und Finanzierungskosten einer möglichen Transaktion.

Zudem kann der Informationsaustausch im Rahmen von *Information Memoranda*, Management-Präsentationen und *Due Diligence* vor allem in Bezug auf strategische Bieter, deren Geschäftsbereiche sich (teils) mit denjenigen der Zielgesellschaft überlappen, selbst ohne nachfolgende Transaktion kartellrechtlich verboten sein, weil die Gefahr wettbewerbsrechtlich relevanter Koordinationsmöglichkeiten entsteht. Im Hinblick auf eine Übernahme kann der frühzeitige Informationsaustausch ferner als „*Gun Jumping*“ eingeschränkt sein. Entsprechend muss nicht nur die Offenlegungsstrategie, sondern auch die konkrete Offenlegung von Informationen im Rahmen einer Prä-Auktion kartellrechtlich eng begleitet werden.

#### g) Keine Anwendung des kaufrechtlichen Auktionsrechts nach Art. 229 Abs. 2 OR

Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass es sich bei der Prä-Auktion um keine freiwillige öffentliche Versteigerung i.S.v. Art. 229 Abs. 2 OR handelt. Bei dieser ist wesentlich, dass die Versteigerung öffentlich angekündigt wird, jedermann bieten kann und der Kaufvertrag durch den Zuschlag zustande kommt. Mindestens die letzten zwei dieser Elemente fehlen bei der Prä-Auktion.<sup>35</sup>

## 2. Rolle des Übernahmerechts

Auch übernahmerechtliche Bestimmungen können bereits vor der Lancierung eines Übernahmeangebots rechtliche (Vor-)Wirkung entfalten und daher Verhaltensweisen und Entscheidungen der beteiligten Akteure beeinflussen. Dabei unterscheiden wir zwischen der *echten* und der *unechten* Vorwirkung: Von einer echten Vorwirkung gehen wir aus, wenn einzelne Regeln bereits unmittelbar anwendbar sind, bevor also überhaupt ein öffentlicher Übernahmeprozess lanciert wurde und das Übernahmerecht insgesamt zur Anwendung gelangt. Unter *unechter* Vorwirkung verstehen wir die Situation, dass eine Vorschrift des Übernahmerechts zwar erst zur Anwendung kommt, wenn tatsächlich eine Übernahme lanciert wird, sich die Rechtsfolgen dieser Vorschriften dann jedoch (unter anderem) nach Sachverhalten bestimmen, welche sich

---

<sup>35</sup> So auch Kurer, 172 ff.; Schärer/Oser, 131; Tschäni, Heuschrecken, 74; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 103.

vor dem Übernahmeverfahren zugetragen haben, das heisst zum Beispiel im Rahmen einer Prä-Auktion.

a) **Echte Vorwirkung des Übernahmerechts**

aa) *Put-up or Shut-up-Regel*

Die Regelung des „Potenziellen Angebots“ in Art. 53 UEV (*Put-up or Shut-up*) soll verhindern oder „bestrafen“, dass durch die Streuung von Übernahmeabsichten eine Gesellschaft *in play* gebracht wird, ohne dass ernsthaftes Interesse an (zeitnaher) Umsetzung besteht.<sup>36</sup> Die Verunsicherung für die Gesellschaft und ihre Aktionäre, Mitarbeiter und Geschäftspartner soll konkret umzusetzenden Plänen entsprechen und nicht unendlich andauern. Zudem kann mit der Regel indirekt auch der marktmanipulative Charakter von unredlichen Statements gemildert werden.

Meist werden Übernahmeabsichten von potenziellen Anbietern mit dem Zweck publiziert, den Verwaltungsrat unter Druck zu setzen, eine *Due Diligence*-Prüfung zu ermöglichen oder zur Unterstützung eines Angebots zu bewegen. Dies geschieht oft, nachdem der Verwaltungsrat diesbezüglich erfolglos angegangen worden ist. Manchmal wird der Gang in die Presse aber auch trotz grundsätzlicher Offenheit des Verwaltungsrats oder gar ohne vorgängige Begrüssung des Verwaltungsrats gesucht, um den Willen (oder oft vielmehr die Aggressivität) zu unterstreichen oder um dem Abwehrargument, *Due Diligence*-Gewährung sei nicht ohne Einbezug breiterer Kreise (und damit Publizität) möglich, die Basis zu entziehen.

Nicht selten stehen solche öffentlichen Absichtserklärungen am Ursprung für die Einleitung einer Prä-Auktion durch die Zielgesellschaft.<sup>37</sup> Da nach einer solchen Absichtsbekundung oft Monate ins Land ziehen, bevor sich ein potenzieller Anbieter (allenfalls nach *Due Diligence*) für ein Angebot entschliesst und umgekehrt ein Rückzug meist faktisch geschieht, ohne weitere Ankündigung, würden sich diese Situationen für die Anwendung der *Put up or Shut up*-Regel oft eignen, und die Übernahmekommission stellt auch häufig erste Voruntersuchungsschritte an. Dennoch wird die Regel kaum je angewendet, nicht zuletzt, weil ihre Folgen relativ zahm sind und deren Anwendung aus verschie-

---

<sup>36</sup> Siehe zum Normzweck von Art. 53 UEV statt vieler Gericke/Wiedmer, Art. 53, Kommentar UEV, Rz. 5.

<sup>37</sup> Vgl. dazu oben [II.3. f.](#)

denen Gründen oft nicht im Interesse der Zielgesellschaft liegt.<sup>38</sup> Gleichwohl ist ihre prophylaktische Wirkung im Hintergrund nicht zu unterschätzen. Zusammen mit dem ebenfalls selten tatsächlich festgestellten Verstoss gegen das Verbot der Marktmanipulation entfaltet die Regel eine disziplinierende Wirkung. Auch werden allzu aggressiv auftretende Interessenten mit konkreten Schritten in Richtung Anrufung dieser Regeln manchmal zu mehr Transparenz und fairem Verhalten gedrängt.

*bb) Abwehrmassnahmen*

*aaa) Verbot von Abwehrmassnahmen gemäss Art. 132 Abs. 2 FinfraG und Art. 36 UEV*

Das Verbot von Abwehrmassnahmen dauert gemäss Art. 132 Abs. 2 Satz 1 FinfraG „von der Veröffentlichung des Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses“ (Sperrwirkung). Der zeitliche Anwendungsbereich dieses Verbots wird durch diese beiden Zeitpunkte bestimmt. Die überwiegende Lehre sowie die FINMA und die Übernahmekommission gehen vom Stichtagsprinzip aus, wonach die Sperrwirkung einsetzt, sobald das Übernahmeangebot publiziert ist. Im Falle einer Voranmeldung beginnt sie bereits mit diesem Zeitpunkt (Art. 8 Abs. 3 lit. c UEV).<sup>39</sup> Daraus folgt, dass Abwehrmassnahmen nach Art. 132 Abs. 2 FinfraG und Art. 36 UEV während der Prä-Auktion grundsätzlich uneingeschränkt zulässig sind. Ein Teil der Lehre spricht sich hingegen für eine sog. *période suspecte* aus. Demnach solle die Sperrwirkung bereits beginnen, sobald der Anbieter seine Übernahmeabsicht in Bezug auf die Zielgesellschaft (auch ohne Voranmeldung) kundgetan habe.<sup>40</sup> Für die Prä-Auktion hiesse dies, dass

---

<sup>38</sup> Art. 53 UEV ist eine Kann-Vorschrift. Es liegt also im Ermessen der UEK, ob sie eine Verfügung erlassen will oder nicht. Siehe zum Gesagten Gericke/Wiedmer, Art. 53, Kommentar UEV, Rz. 13.

<sup>39</sup> Siehe zum Gesagten Tschäni/Iffland/Diem, Art. 132, BSK FinfraG, Rz. 17; Bernet, 281 f.; Bühler, Regulierung, Rz. 826 f.; ders., Neutralitätspflicht, 25; Daeniker/Nikitine, 137 f.; Gericke/Wiedmer, Art. 36, Kommentar UEV, Rz. 30, 33; UEK-Empfehlung 249/05 i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 23. August 2005 E. 1.2.1; EBK-Verfügung i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 19. September 2005 Rz. 32.

<sup>40</sup> Böckli, § 7 Rz. 189; Kunz, § 10 Rz. 284; ebenso Bertschinger, 332 f., und Gehrler, 29, die indessen von einer konkurrierenden Kompetenz des Verwaltungsrates und der Generalversammlung während der *période suspecte* ausgehen. – Diese Stimmen erhalten Rückenwind, wenn man einen Blick auf die britische Rechtslage wirft: Gemäss Rule 21.1(a) City Code gilt das dort statuierte Vereitelungsverbot bereits ab dem Zeitpunkt, in dem „the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent“. Blosser Marktgerüchte reichen hierfür aber nicht aus. Gleichwohl verfolgt das Panel in der Praxis einen extensiven, mithin den Interessen der Anbieter entgegenkommenden Ansatz (zum Gesagten: Kershaw, Rz. 11.03). Diesem Konzept kann angesichts des Wortlauts von Art. 132

Abwehrmassnahmen nach Art. 132 Abs. 2 FinfraG und Art. 36 UEV gegebenenfalls unzulässig wären oder der Zustimmung der Generalversammlung bedürften. Dies würde freilich zu erheblicher Rechtsunsicherheit führen. Schliesslich liegt es in der Hand des Anbieters, den Zeitpunkt des Beginns des Verbots durch eine Voranmeldung vorzuverlegen. Immerhin hat sich die Übernahmekommission, obgleich dem Stichtagsprinzip verpflichtet, Fälle von Gesetzesumgehung vorbehalten.<sup>41</sup>

*bbb) Verbot von Abwehrmassnahmen gemäss Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG und Art. 37 UEV*

Die Übernahmekommission hat gestützt auf Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG jene Abwehrmassnahmen als unzulässig erklärt, die offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen. Im Unterschied zu Art. 132 Abs. 2 FinfraG betrifft Art. 37 UEV auch Massnahmen, die vor der Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung ergriffen worden sind.<sup>42</sup> Auch in diesen Fällen erachtet sich die Übernahmekommission für deren Beurteilung für zuständig.<sup>43</sup> Dabei will die Übernahmekommission nicht nur gegen Massnahmen des Verwaltungsrates, sondern auch gegen solche der Generalversammlung vorgehen.<sup>44</sup> Damit eine Abwehrmassnahme nach Art. 37 UEV angenommen wird, genügt es, dass die Massnahme bei objektiver Betrachtung geeignet ist, eine nicht erwünschte Übernahme zu erschweren oder zu vereiteln; eine subjektive Abwehrrabsicht wird nicht verlangt.<sup>45</sup> Aus dem Gesagten folgt, dass Art. 132 Abs. 3 lit. b FinfraG und Art. 37 UEV (echte) Vorwirkung auf die Phase der Prä-Auktion entfalten.

*ccc) Begrenzte praktische Relevanz für Prä-Auktionen*

Für Prä-Auktionen wäre bzw. ist die vorzeitige Anwendbarkeit der Beschränkung von Abwehrmassnahmen selten von Relevanz. Meist soll in diesem Stadium ein (preislich faires) Angebot nicht verhindert, sondern der bezüglich Preis und Transaktionssicherheit beste Anbieter auserkoren werden. Zudem

---

Abs. 2 Satz 1 FinfraG für das schweizerische Übernahmerecht nicht gefolgt werden (Hoch, 364 Fn. 15). Im Übrigen entspricht die deutsche der hiesigen Rechtslage (vgl. § 33 Abs. 1 Satz 1 des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG, DE); siehe im Einzelnen: Brandt, § 33, Kommentar WpÜG, Rz. 36; für „Extremfälle“ anderer Meinung Winter/Harbarth, 4).

<sup>41</sup> UEK-Empfehlung 0249/05 i.S. Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 23. August 2005 E. 1.2.2.

<sup>42</sup> UEK-Verfügung 600/01 i.S. Kaba Holding AG vom 22. April 2015 E. 2.3 Rz. 36; 540/01 Schmolz Bickenbach AG vom 25. Juli 2013 E. 9; UEK-Empfehlung 0249/05 Saia-Burgess Electronics Holding AG 2005 E. 1.3.2.

<sup>43</sup> UEK-Empfehlung 0249/05 Saia-Burgess Electronics Holding AG 2005 E. 1.3.

<sup>44</sup> UEK-Verfügung 600/01 i.S. Kaba Holding AG 2015 E. 2.3 Rz. 36.

<sup>45</sup> Siehe zum Gesagten Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 803 m.w.N.

sind die üblichen Restriktionen wie *Standstill*, Exklusivität (jedenfalls mit *Fiduciary-out*) oder Priorisierung gewisser Anbieter unseres Erachtens selbst im übernahmerechtlichen Kontext unproblematisch. Die Vorwirkung könnte jedoch einen Effekt hinsichtlich Anstalten haben, die bestehenden Mitarbeiter-*Incentive*-Pläne oder die entsprechenden *Grants* im Hinblick auf eine mögliche Übernahme zu flexibilisieren (zum Beispiel Relativierung eines automatischen *Vestings* oder gegenteils die Einführung eines solchen) oder sonstwie anzupassen oder mitarbeiterfreundlicher auszugestalten.

## b) Unechte Vorwirkung des Übernahmerechts

### aa) *Pflichtangebot, Mindestpreisregeln und Handeln in Absprache*

Die Angebotspflicht ist in Art. 135 Abs. 1 FinfraG geregelt. Sie entsteht, wenn ein Investor allein oder in Absprache mit Dritten die Kontrolle über mehr als 33⅓% der Stimmrechte der Zielgesellschaft erwirbt. Dies kann im Rahmen einer Prä-Auktion insbesondere dann zum Thema werden, wenn sich ein Interessent mit einem Grossaktionär schon zu diesem Zeitpunkt über die gemeinsame Kontrolle der Gesellschaft abspricht (vgl. Art. 33 FinfraV-FINMA). Umstritten ist, ob diesfalls auch der Interessent bereits Aktien besitzen muss, damit die (gemeinsame) Angebotspflicht zu diesem Zeitpunkt ausgelöst wird.<sup>46</sup>

Zu beachten ist zudem die in Art. 135 Abs. 2 FinfraG festgelegte Mindestpreisregel. Diese verlangt, dass der Anbieter in einem Pflichtangebot sowie in einem sog. Kontrollwechsel-Angebot nicht weniger als den Mindestpreis zu offerieren hat.<sup>47</sup> Einerseits ist dies der höchste Preis, den der Anbieter und Personen, die mit dem Anbieter in Absprache handeln, während der letzten 12 Monate für eine Aktie bezahlt haben (lit. a). Andererseits der volumengewichtete Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaft während der letzten 60 Handelstage (lit. b).

---

<sup>46</sup> Die Übernahmekommission hat sich in ihrer bisherigen Praxis nicht ausdrücklich zur Frage geäußert, ob ein Nichtaktionär Mitglied einer angebotspflichtigen Gruppe sein kann (Frage offengelassen zuletzt in UEK-Verfügung 627/01 i.S. EFG International AG vom. 22. Februar 2016 E. 2.1 m. w. H.). Im Schrifttum ist die Frage der Gruppenmitgliedschaft von Nichtaktionären umstritten. Nach der einen Meinung ist die Bildung einer organisierten Gruppe zu verneinen, wenn die Gruppenmitglieder nicht bereits Aktien besitzen (vgl. für das Offenlegungsrecht: Tschäni, Offenlegungsrecht, 322 m.H. auf den Jahresbericht der Offenlegungsstelle 2009, 90 f.). Nach der anderen Meinung kann auch ein Nichtaktionär Mitglied einer Gruppe sein (vgl. Hoffmann/von der Crone, 316; Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, BSK FinfraG, Rz.51; Höhn, 31; Höhn/Lang/Roelli, B. Rz. 139;). Ausführlich dazu Blaas, Rz. 172 ff.

<sup>47</sup> Die Bestimmung, wonach die Mindestpreisregel auch für freiwillige Angebote gelten muss, deren Erfolg ein Pflichtangebot auslösen würde, findet sich in Art. 9 Abs. 6 UEV.

Während die 12-Monatsregel im Rahmen einer Prä-Auktion vor allem dann von Bedeutung werden kann, wenn unbeabsichtigt relevante Absprachen mit Aktionären getätigt werden, gewinnt die 60-Tage-Regel an Bedeutung, wenn die Prä-Auktion angekündigt wird oder ein Interessent eine Interessenbekundung publiziert oder entsprechende Informationen in den Markt fließen (Informationsleck oder Gerücht). Dies führt oft zu einem Kursanstieg und damit über längere Dauer zu einem Anstieg des Mindestpreises. Der Kursanstieg ist dabei oft nicht die Folge davon, dass der Markt davon ausgeht, dass eine Transaktion unmittelbar oder überhaupt bevorsteht (meist wird dies in den entsprechenden Verlautbarungen auch klargemacht), sondern weil Arbitrage-Hedge Fonds in den Markt strömen und beginnen, mit entsprechendem Marktverhalten Spekulationstrends zu bekräftigen bzw. auszunutzen.

*bb) Spätere Gleichbehandlung von Konkurrenzanbietern bezüglich Due Diligence*

Der übernahmerechtliche Anspruch auf Gleichbehandlung von Anbietern setzt eine Voranmeldung oder die Veröffentlichung eines (konkurrierenden) Kaufangebots voraus.<sup>48</sup> Dieser Anspruch kommt im Rahmen einer in der Prä-Auktion durchzuführenden *Due Diligence* grundsätzlich nicht zum Tragen, wirkt aber zurück. Direkte Vorwirkung besteht nur bedingt, nämlich insofern, als die betroffene Gesellschaft im Vorfeld eines konkurrierenden Kaufangebots keine Vereinbarungen mit anderen Anbietern abschließen darf, die es verunmöglichen, späteren übernahmerechtlichen Pflichten nachzukommen.<sup>49</sup> Vgl. dazu im Detail unten ([IV.2.b\)bb](#)) sowie [IV.3.a](#)).

## IV. Konkrete Fragen

### 1. Keine generelle Pflicht zur Durchführung einer Prä-Auktion

Der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft darf von sich aus – selbst in einem laufenden Übernahmeverfahren – nach einem (anderen) Anbieter für das Unternehmen suchen. Nach wohl herrschender Lehre und der Praxis der Übernahmekommission trifft den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft indessen keine Auktionspflicht, mithin auch keine Prä-Auktionspflicht. Vielmehr bleibt

---

<sup>48</sup> Siehe dazu die Nachweise oben in Fn. 19.

<sup>49</sup> Vgl. zum Gesagten Meier, 311; vgl. ferner Tschäni/Diem, Zielgesellschaft, 63 f., 93; vgl. aber auch Watter/Maizar, 31 f., welche die Frage bewusst offenlassen, ob und inwieweit der übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz analoge Vorwirkungen auf die Zeit vor Abgabe einer Konkurrenzofferte entfalten kann.

er der Gesellschaft gegenüber in der Interessenwahrungspflicht und wird nicht zum Geschäftsführer ohne Auftrag der Aktionäre.<sup>50</sup>

Das Fehlen einer grundsätzlichen Verpflichtung zur Durchführung einer Prä-Auktion bedeutet jedoch nicht, dass deren Durchführung niemals geboten ist. Erachtet der Verwaltungsrat die Durchführung einer Prä-Auktion nach Abwägung aller Umstände und Alternativen als im besten Interesse der Gesellschaft, ergibt sich grundsätzlich auch eine Pflicht, diese durchzuführen.<sup>51</sup>

Für die Durchführung können etwa die folgenden Umstände sprechen:

- Bedürfnis der Bestimmung eines Marktwerts (Markttest).
- Ermittlung des „besten“ Anbieters für die Gesellschaft und alle Stakeholder (einschliesslich Aktionäre) bezüglich Unternehmensentwicklung, Preis, Transaktionssicherheit, Folgen für Mitarbeiter und anderen Faktoren – das heisst anders als in einer öffentlichen Auktion im Rahmen eines Übernahmeprozesses, ist es viel besser möglich, neben dem Preis auch strategische Faktoren und Auswirkungen auf andere *Stakeholders*, namentlich Mitarbeiter, zu beurteilen und zu verhandeln.
- Stärkere Verhandlungsposition des Verwaltungsrats als im Rahmen eines Übernahmeprozesses, wo diese institutionell und aufgrund der Marktkräfte geschwächt wird.
- Vertraulichkeit und damit weniger Unruhe für das Unternehmen als bei öffentlichen Konkurrenzangeboten.
- Weniger Intervention seitens Aktionäre und anderer *Stakeholder* sowie seitens Politik, Behörden und Medien.

Gegen eine Prä-Auktion können unter anderem die folgenden Faktoren ins Feld geführt werden:

- Ist ein Verwaltungsrat entschlossen, sich im Interesse der Gesellschaft (allein) auf das *Stand-alone*-Szenario zu fokussieren, kann die Prä-Auktion eine mögliche Übernahme erleichtern und damit die beabsichtigte Strategie vereiteln. Zudem kann es gegen Treu und Glauben verstossen, wenn eine Gesellschaft Interessenten zu einer Prä-Auktion einlädt, obschon es von vornherein „beschlossene Sache“ ist, dass die Gesellschaft unabhängig bleiben soll.
- Ebenso könnte es nicht nützlich oder gar problematisch sein, eine Prä-Auktion durchzuführen, wenn der Anbieter zum Beispiel aus strategischen Gründen und aufgrund der Qualität des Angebots von vornherein feststeht.

---

<sup>50</sup> Siehe UEK-Entscheidung 294/14 i.S. SIG Holding AG vom 5. März 2007 E. 2.2.1; siehe aus der Doktrin: Böckli, § 7 Rz. 221; Tschäni/Diem, Zielgesellschaft, 74; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 96; Watter, Pflichten, 6; anderer Meinung: Meier-Schatz, 191 f.; Peter, 109.

<sup>51</sup> Vgl. bereits Gericke, 58.

- Ist die Gesellschaft bereits seit Längerem *in play*, so kann der zusätzliche Informationsgewinn einer Prä-Auktion marginal sein, zumal Interessenten die Möglichkeit gehabt hätten, vorstellig zu werden.
- Ferner sind gewisse Risiken zu beurteilen und gegen die Vorteile einer Prä-Auktion abzuwägen, zum Beispiel die Gefahr von Informationslecks (und die Folgen eines solchen), Zeitverlust, Kosten oder die Ablenkung/Verunsicherung des Managements.
- Ist oder wird eine Prä-Auktion publik, besteht im Übrigen stets die sehr akute Gefahr, die Kontrolle über den Prozess zu verlieren und stattdessen zum Spielball von Investoren und Anbietern zu werden.<sup>52</sup>

## 2. Pflicht zur Gleichbehandlung der möglichen Anbieter

### a) Gleichbehandlung der Interessenten im Allgemeinen

#### aa) Grundsatz: keine generelle Gleichbehandlungspflicht

Wie erläutert,<sup>53</sup> ist der zeitliche Geltungsbereich des Übernahmerechts anlässlich einer Prä-Auktion formal (noch) nicht eröffnet. Namentlich gilt dies auch für den Grundsatz der Gleichbehandlung mehrerer Anbieter (Art. 49 UEV i.V.m. Art. 133 FinfraG).<sup>54</sup> Die Frage der Gleichbehandlung ist daher grundsätzlich nach den gleichen (nicht übernahmerechtlichen) Prämissen zu beurteilen wie bei einer Unternehmensauktion einer privat gehaltenen Gesellschaft: im Rahmen einer solchen Auktion gibt es grundsätzlich keine Gleichbehandlungspflicht.<sup>55</sup>

---

<sup>52</sup> Vgl. beispielsweise den erwähnten Fall Forbo oben [II.3](#).

<sup>53</sup> Siehe die Nachweise oben in Fn. 19.

<sup>54</sup> Vgl. aber unten [IV.2.a\)cc](#) bezüglich möglicher Ausnahmen.

<sup>55</sup> Vgl. BGE 133 II 232, 240 E. 3.2.2 S. 240 *e contrario*: „Besteht ein konkretes Übernahmeangebot, liegt der Auktionsprozess nicht mehr in der kontrollfreien alleinigen Zuständigkeit der Zielgesellschaft. Er erfolgt nicht mehr ausschliesslich im Rahmen der zivil- bzw. lauterkeitsrechtlich zu beachtenden Vorgaben einer rein privat organisierten Unternehmensauktion [...]. Sobald das Übernahmeverfahren durch ein Erstangebot lanciert ist, hat das Verfahren den öffentlich-rechtlichen Anforderungen des Übernahmerechts und insbesondere den Grundsätzen der Transparenz, der Gleichbehandlung und der Lauterkeit sowie dem mit diesen verbundenen Verbot der unzulässigen Vereitelung des Angebots [...]“ Vgl. ferner Meier, 310: „Art. 49 UEV ist also bei Vorhandensein bloss potentieller Anbieter nicht anwendbar und es bleibt in dieser Konstellation der Zielgesellschaft überlassen, wem sie wann wie viele Informationen offen legen möchte.“ Vgl. zur privaten Unternehmensauktion allgemein: Gnos, 122 ff.; Kurer, 59 ff.; Schärer/Oser, 125 ff.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 96 ff.

*bb) Herleitung einer Gleichbehandlungspflicht aus dem Aktienrecht*

Fraglich ist, ob eine Bietergleichbehandlung aus dem Aktienrecht abgeleitet werden kann.

*aaa) Pflicht zum Handeln im Gesellschaftsinteresse*

Die Herleitung einer Bietergleichbehandlung kann zum einen über die Pflicht des Verwaltungsrats zur sorgfältigen und interessenkonfliktfreien Verfolgung des Gesellschaftsinteresses gesucht werden. Indessen ist dies nicht leichthin anzunehmen: Der Verwaltungsrat muss auch im Rahmen einer Prä-Auktion die Interessen der Gesellschaft wahren und verfügt dabei über einen grossen unternehmerischen Ermessensspielraum (*Business Judgment Rule*). Er kann deshalb in Ausübung seines Ermessens potenzielle Anbieter unterschiedlich behandeln. Dafür bedarf es, wie für jedes Handeln seitens der Gesellschaft, aber eines sachlichen, im Gesellschaftsinteresse liegenden Grunds. Dabei werden keine hohen Anforderungen zu stellen sein, zumal wo (wie häufig) Einschätzungen über die Ernsthaftigkeit, Erfolgchancen, „Angebotsgüte“, Vertraulichkeit oder das Engagement eines Interessenten eine Rolle spielen und solche Entscheidungen faktisch als Teil der Prozessleitung und nicht mittels formeller Beschlüsse gefällt werden.

*bbb) Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre*

Zum anderen kommt die Herleitung einer Bietergleichbehandlung auch aus dem Gleichbehandlungsgebot des Art. 717 Abs. 2 OR in Betracht. Dieser ordnet an, dass der Verwaltungsrat die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln hat.

Diese Vorgabe findet nur auf derzeitige Aktionäre der Zielgesellschaft Anwendung.<sup>56</sup> Zudem greift sie nur in den Fällen, in denen es um den mitgliedschaftlichen Bereich des Aktionärs geht. Dazu zählen unseres Erachtens nicht Geschäfte oder Situationen, die auch mit Nicht-Aktionären abgeschlossen werden oder vorliegen können.<sup>57</sup>

---

<sup>56</sup> Watter/Roth, Art. 717, BSK OR II, Rz. 22; Bühler, Art. 717, ZK OR, Rz. 249 ff.

<sup>57</sup> Vgl. bereits BGE 88 II 98 E. 3 S. 105, wonach das Gleichbehandlungsgebot dort nicht gelte, wo ein Aktionär der Gesellschaft ihr nicht in dieser Qualität, sondern als Dritter gegenübertritt. Unklar dagegen in BGE 95 II 157 E. 11 f. S. 167. Differenziert Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 39 Rz. 48 f., wonach der Gleichbehandlungsgrundsatz nicht zu beachten sei, soweit „ein Rechtsgeschäft in keiner Beziehung zur Mitgliedschaft steht [...]“. Die Aktionäre stehen der Gesellschaft diesfalls wie Dritte gegenüber, die mitgliedschaftliche Gleichstellung spielt nicht.“

Um also eine Bietergleichbehandlung aus Art. 717 Abs. 2 OR ableiten zu können, müssten zwei Hürden genommen werden: Erstens müssten die ungleich behandelten Anbieter bereits Aktionäre der Zielgesellschaft sein, und zweitens müsste man Massnahmen im Zusammenhang mit einer Prä-Auktion als ein Geschäft begreifen, das den mitgliedschaftlichen Kernbereich betrifft, was unseres Wissens ungeklärt ist.<sup>58</sup> So oder so wird der Verwaltungsrat selbst dann die betreffenden Akteure verschieden behandeln können, weil Art. 717 Abs. 2 OR keine absolute Gleichbehandlung, sondern nur eine relative Gleichbehandlung erheischt.<sup>59</sup> Ungleichbehandlungen sind also statthaft, wenn die Lage der Aktionäre unterschiedlich ist und das Gesellschaftsinteresse dies rechtfertigt, zum Beispiel weil die Teilnahme des einen Aktionärs von strategischem Interesse ist.<sup>60</sup>

cc) *Doch noch Herleitung der Gleichbehandlungspflicht aus dem Übernahmerecht: Offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts*

Die Ungleichbehandlung möglicher Anbieter in der Prä-Auktion kann faktisch eine vorgezogene Abwehr eines unerwünschten Anbieters bewirken. Wie bereits erwähnt, verbietet Art. 37 UEV Abwehrmassnahmen, die offensichtlich Gesellschaftsrecht verletzen, auch dann, wenn sie der Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung ergriffen worden sind – damit ist die Phase der Prä-Auktion miterfasst.<sup>61</sup>

Beurteilt wird eine Abwehrmassnahme danach, ob bei deren Ergreifung die Schranken des Aktienrechts beachtet worden sind, mithin auch, ob sie vom Gesellschaftsinteresse (noch) gedeckt ist.<sup>62</sup> Hinzu kommt das Erfordernis der Offensichtlichkeit der Rechtsverletzung. Offensichtlich ist eine Verletzung von Gesellschaftsrecht nur, wenn sie juristisch unzweifelhaft erstellt ist. Unklar hingegen ist die Rechtslage bei Fragen, für die das Gesetz Ermessen einräumt oder die in ihrer Bedeutung umstritten sind, etwa bei der Anwendung von Art. 717 Abs. 1 und 2 OR. Allein die Bedeutung des Begriffs des Gesellschaftsinteresses ist ungewiss, und dessen einzelfallweise Konkretisierung ist weitge-

---

<sup>58</sup> Die Zulassung eines Übernahminteressenten zu einer Prä-Auktion dürfte regelmässig nicht wegen seiner Aktionäreigenschaft, sondern aufgrund wirtschaftlicher Erwägungen erfolgen. Damit fehlt es an einem Anknüpfungspunkt für die aktienrechtliche Gleichbehandlungspflicht nach Art. 717 Abs. 2 OR. Vgl. dazu Meier, 301.

<sup>59</sup> Watter/Roth, Art. 717, BSK OR II, Rz. 23.

<sup>60</sup> Vgl. Watter/Roth, Art. 717, BSK OR II, Rz. 34.

<sup>61</sup> Vgl. dazu oben [III.2.a\)bb\)bbb](#).

<sup>62</sup> Eingehend Gericke/Wiedmer, Art. 37, Kommentar UEV, Rz. 14 ff.

hend dem Verwaltungsrat anheimgestellt.<sup>63</sup> Wie vorstehend erläutert,<sup>64</sup> lässt sich aus dem Aktienrecht schon das Bestehen einer Gleichbehandlungspflicht verschiedener Interessenten höchstens in Ausnahmefällen begründen. Ob diese dann auch noch „offensichtlich“ wäre, ist äusserst zweifelhaft. Deshalb dürfte in einer (selbst krassen) Ungleichbehandlung möglicher Anbieter im Rahmen der Prä-Auktion kaum je eine gemäss Art. 37 UEV verpönte Abwehrmassnahme erblickt werden können.

*dd) Herleitung einer Gleichbehandlungspflicht aus Treu und Glauben*

Fraglich ist ferner, ob eine Ungleichbehandlung den Grundsatz von Treu und Glauben verletzen könnte (Art. 2 ZGB). Doch ergeben sich unter dieser Prämisse für die Zielgesellschaft beachtliche Gestaltungsmöglichkeiten. Sie hat es als „Auktionatorin“ in der Hand, den geeigneten Umgang mit verschiedenen Interessenten in ihrem eigenen Interesse zu bestimmen. Daraus folgt auch, dass eine Ungleichbehandlung etwa mit Rücksicht auf taktische Überlegungen zulässig ist.<sup>65</sup>

Unseres Erachtens ist im Übrigen ein Vertrauen auf gleiche Behandlung verschiedener Interessenten nicht *a priori* gerechtfertigt. Vielmehr müsste ein solches Vertrauen konkret von der Anbieterin oder ihren Beratern erzeugt worden sein. Schliesslich liesse sich selbst dann unserer Meinung nach kein Anspruch auf Gleichbehandlung in der Prä-Auktion ableiten, sondern nur allenfalls ein Schadenersatzanspruch aus *Culpa in Contrahendo* oder wegen irreführender (Nicht-)Informationen.<sup>66</sup>

*ee) Vorausschauende Minimierung von Risiken der Bieterungleichbehandlung*

Das Risiko, wegen Ungleichbehandlung zumindest haftungsweise in Anspruch genommen zu werden, dürfte grundsätzlich steigen, je mehr der Prä-Auktionsprozess formalisiert ist. Der massgebliche Rahmen für die in einer Prä-Auktion geltenden Regeln wird in der Praxis oft durch Vertraulichkeitsvereinbarungen und in formelleren Prozessen durch *Process Letters* abgesteckt. Mit geeigneter Ausgestaltung dieser Dokumente kann das (auch vorvertragliche) Vertrauen auf Gleichbehandlung proaktiv zerstört werden.<sup>67</sup>

---

<sup>63</sup> Siehe zum Gesagten Gericke/Wiedmer, Art. 37, Kommentar UEV, Rz. 26 f.

<sup>64</sup> Vgl. dazu oben [IV.2.a\)bb\)](#).

<sup>65</sup> Siehe zum Gesagten Schärer/Oser, 146.

<sup>66</sup> Vgl. auch unten [IV.2.b\)cc\)](#).

<sup>67</sup> Siehe zum Gesagten auch Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 104.

Ein aus der Praxis entnommenes Beispiel, wie die Gleichbehandlung in einer Vertraulichkeitsvereinbarung ausgeschlossen werden kann, lautet etwa wie folgt:

*„(...) Recipient acknowledges and agrees that any and all disclosures of Confidential Information pursuant to this Agreement are on a non-exclusive basis and that Disclosing Party is free to make similar or other disclosures to third parties.“*

In Process Letters finden sich ähnliche Formulierungen. Nachstehend wiederum ein Beispiel aus der Praxis:

*„The Company may at any time enter into any special arrangements with any prospective bidder without notifying other prospective bidders.“*

Noch besser wäre möglicherweise der explizite Ausschluss jeglicher Gleichbehandlungspflicht. Dem steht manchmal das Interesse, möglichst viele Interessenten an den Tisch zu locken, entgegen, weshalb die Ausschlüsse oft etwas vager umschrieben werden. Stattdessen wird das Augenmerk auf die Wegbedingung jeglicher Haftung bei Gesprächsabbruch gelegt, was aber nicht immer hilfreich ist.

#### *ff) Praktische Auswirkungen einer (zulässigen) Ungleichbehandlung*

Selbst wenn die Ungleichbehandlung von Interessenten zulässig ist, kann sie die Brauchbarkeit des Resultats der Prä-Auktion in Frage stellen. Ziel der Prä-Auktion ist es unter anderem, eine Vorstellung über den Marktwert der Zielgesellschaft und das vergleichsweise beste Angebot zu erlangen. Werden die Angebote jedoch unter stark divergierenden Umständen (beispielsweise zeitlich, informationell oder bezüglich Konditionen) abgegeben, kann es an der Vergleichbarkeit oder Verlässlichkeit der Angebote mangeln, und ein ernstlicher Markttest liegt nicht vor.

Als Folge davon wird der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft Mühe haben, seine Entscheidung für oder gegen ein Angebot unter anderem mit den Resultaten der Prä-Auktion zu begründen. Auch müsste er Vorsicht walten lassen bei Hinweisen auf die Prä-Auktion in einem späteren Verwaltungsratsbericht gemäss Art. 30 UEV i.V.m. Art. 132 FinfraG (zumal die fehlerhafte Darstellung strafbewehrt sein kann, vgl. Art. 153 FinfraG).

## b) Pflicht zur Gleichbehandlung bezüglich der Due Diligence im Speziellen

### aa) Anspruch auf Informationen zwecks Durchführung einer Due Diligence

Die Zielgesellschaft trifft im Rahmen einer Prä-Auktion grundsätzlich keine Verpflichtung (auch übernahmerechtlich nicht)<sup>68</sup>, eine *Due Diligence* zuzulassen und verlangte Informationen und Unterlagen zur Verfügung zu stellen.<sup>69</sup> Zwar können vorvertragliche Informations- und Aufklärungspflichten der Zielgesellschaft bestehen,<sup>70</sup> doch greifen diese nur punktuell; eine grundsätzliche oder umfassende Informationspflicht oder eine Pflicht zur Gewährung eines Einblicks in das Unternehmen ergibt sich daraus nicht.<sup>71</sup>

Die Durchführung einer *Due Diligence* – und das wird bei einer Prä-Auktion typischerweise der Fall sein – kann indessen mittels entsprechender Vertraulichkeitsvereinbarungen oder ähnlicher Verträge rechtsgeschäftlich geregelt werden. Meistens lehnen diese Dokumente einen Anspruch auf Informationsgewährung jedoch ausdrücklich ab und regeln nur, was geschieht, falls die Gesellschaft von sich aus Informationen preisgibt. Zwar wird in solchen Situationen eine gewisse Erwartungshaltung geweckt (weshalb sollte man sonst überhaupt eine Vereinbarung mit Regeln dazu eingehen), doch genügt dies unseres Erachtens in der Regel nicht, um einen positiven Anspruch auf Informationsgewährung zu begründen.

### bb) Anspruch auf gleiche Information bezüglich der Due Diligence

Grundsätzlich gelten in Bezug auf eine allfällige Pflicht zur Gleichbehandlung auch bei der *Due Diligence* die oben ([IV.2.b\)aa](#)) erläuterten Grundsätze. Zusätzlich gibt es bezüglich informationeller Gleichbehandlung eine übernahmerechtliche Praxis, welche teils auch im Vorfeld eines Angebots zum Tragen kommen kann oder sich zumindest darauf zurückbezieht.

Allfällige Anbieter, die übernahmerechtlich noch kein Angebot durch Voranmeldung oder Prospekt lanciert haben, verfügen über keinen übernahme-

---

<sup>68</sup> Vgl. BGE 133 II 232 E. 3.2.2 i.V.m. E. 3.3.3. Vgl. ferner UEK-Empfehlung 171/01 i.S. EIC Electricity SA vom 25. Juli 2003 E. 1. Die Übernahmekommission wies den Antrag des Anbieters ab, die Zielgesellschaft zu einer *Due Diligence* vor dem Angebot zu verpflichten und dem Anbieter zu erlauben, das Angebot erst nach der Durchführung der *Due Diligence* zu unterbreiten.

<sup>69</sup> Ausführlich Meier, 341 ff.

<sup>70</sup> Vgl. dazu unten [IV.2.b\)cc](#).

<sup>71</sup> So auch Meier, 342 ff. m.w.N.

rechtlichen Anspruch auf gleiche Information bezüglich der *Due Diligence*. Anders gesagt: Die Zielgesellschaft muss die bestimmten Interessenten (oder auch formellen Anbietern) zugänglich gemachten Informationen im Rahmen einer *Due Diligence* anderen potenziellen Anbietern nicht überlassen.<sup>72</sup>

Aktienrechtlich besteht im Übrigen *sub specie* Art. 717 Abs. 2 OR kein Verbot, einem bestimmten potenziellen Anbieter Informationen zu überlassen, ohne diese gleichzeitig (allen oder bestimmten) Aktionären als möglichen Interessenten zukommen zu lassen. Denn der Wortlaut der betreffenden Norm sieht bloss eine Gleichbehandlung innerhalb des Kreises der Aktionäre der Gesellschaft vor, nicht aber ausserhalb, etwa im Verhältnis zu einem möglichen Anbieter. Und selbst wenn es um die Gleichbehandlung eines Aktionärs als potenziellen Anbieter mit einem anderen Anbieter, dem *Due Diligence* gewährt wurde, ginge, wäre eine Gleichbehandlungspflicht nicht ohne weiteres gegeben.<sup>73</sup>

Zu beachten ist aber eine höchstrichterliche Rechtsprechung, die im vorliegenden Zusammenhang eine unechte Vorwirkung des Übernahmerechts begründen kann: Laut Bundesgericht kann sich der gewünschte Wettbewerb auf dem Übernahmemarkt nur dann entfalten, wenn die Konkurrenten von der Zielgesellschaft untereinander hinsichtlich der ihnen gelieferten Informationen gleichbehandelt werden. Dies müsse insofern mit einer Vorwirkung verbunden sein, als ein bereits bestehender Anbieter informationsmässig von der Zielgesellschaft nicht schlechter behandelt werden dürfe als der von ihr zu einem Auktionsverfahren eingeladene (genehmere) Dritte. Die Zielgesellschaft dürfe den Erstanbieter gegenüber den von ihr (vorher oder später) angegangenen Dritten nicht schlechter stellen, unabhängig davon, ob diese in der Folge ein höheres Angebot unterbreiten und mit dem Erstanbieter tatsächlich in Konkurrenz treten oder nicht.<sup>74</sup>

Das bedeutet für die Prä-Auktion, dass hinsichtlich der *Due Diligence* Vorsicht geboten ist. Entschliesst sich ein Interessent zu einem verbindlichen Angebot, so ist dieser informationsmässig gleich zu stellen wie die übrigen potenziellen Anbieter, welche in der Prä-Auktion mitwirkten.

---

<sup>72</sup> BGE 133 II 232 E. 3.3.3 S. 242; vgl. ferner Tschäni/Diem, Zielgesellschaft, 74 f.

<sup>73</sup> Vgl. dazu oben [IV.2.a\)bb\)bbb](#).

<sup>74</sup> Siehe zum Gesagten BGE 133 II 232 E. 3.3.2 S. 241 f.

cc) *Residualrisiken bei unzutreffenden oder fehlenden Informationen oder Ungleichbehandlung bezüglich Due Diligence*

Wie jede andere Ungleichbehandlung im Rahmen einer Prä-Auktion kann auch und insbesondere diejenige bezüglich Informationsgewährung das Ziel und den Nutzen der Prä-Auktion in Frage stellen.<sup>75</sup> Darüber hinaus stellt sich namentlich bei Durchführung einer Prä-Auktion durch die Zielgesellschaft die Frage nach vorvertraglichen und anderen Pflichten nach Treu und Glauben, welche die (korrekte) Informationsgewährung vorschreiben können.

Mit der Initiierung bzw. Vornahme einer Prä-Auktion entsteht zwischen Zielgesellschaft und potenziellen Anbietern in aller Regel ein (individuelles) Vertrauensverhältnis. Daraus können nach Treu und Glauben Rücksichtnahmepflichten, insbesondere Aufklärungs-, Informations- und Offenlegungspflichten erwachsen. Diese umfassen sowohl ein Verbot der aktiven Täuschung im Sinne einer Wahrheitspflicht als auch ein Verbot der Täuschung durch Unterlassung im Sinne einer Aufklärungspflicht. Gerade die Aufklärungspflicht der Zielgesellschaft stellt gegenüber den potenziellen Anbietern aber grundsätzlich die Ausnahme dar; an sich muss jeder Interessent die von ihm benötigten Informationen selbst beschaffen; der Interessent muss sie also bei der Zielgesellschaft erfragen. Hinsichtlich des Umfangs der genannten Pflichten muss die Zielgesellschaft nicht über alle für den Kauf erheblichen Umstände aufklären, sondern nach Treu und Glauben nur über solche Umstände, die objektiv und für den potenziellen Anbieter von wesentlicher Bedeutung für den Vertragsschluss sind.<sup>76</sup> Zu bedenken ist in diesem Zusammenhang ferner, dass das Verschweigen wesentlicher Informationen den Betrugstatbestand erfüllen kann.<sup>77</sup>

Ein Verstoss gegen die Aufklärungs-, Informations- und Offenlegungspflichten bzw. ein Täuschungsverhalten durch eine spätere Vertragspartei kann zudem eine Haftung für Schadenersatz aus *Culpa in Contrahendo* zur Folge haben.<sup>78</sup>

Schliesslich sind auch Willensmängel denkbar, die durch mangelhafte Informationen hervorgerufen werden.

Nun sind die vorvertraglichen Aufklärungspflichten und die Rechtsprechung dazu hauptsächlich auf die Situation gemünzt, in welcher ein Verkäufer dem späteren Käufer gewisse wesentliche Informationen vorenthält. Das ist bei der Prä-Auktion jedoch nicht der Fall. Verkäufer in der späteren Übernahme sind

---

<sup>75</sup> Vgl. dazu oben [IV.2.a\)ff.](#)

<sup>76</sup> Vgl. zum Gesagten Blum, 191 ff., sowie Meier, 342 ff., je m.w.N.

<sup>77</sup> Vgl. BGE 140 IV 11 E. 2.3.2 S. 14; 131 IV 83 E. 2.2 S. 88 f.

<sup>78</sup> Vgl. Blum, 194 f. und 197 ff.; Meier, 343.

meistens die Aktionäre der Zielgesellschaft, die nur in Sonderfällen (und auch dann nur einzelne) in den Prä-Auktionsprozess eingebunden sind.

Zwar mag die Zielgesellschaft mit dem auserkorenen Anbieter ein *Transaction Agreement* eingehen. Doch kriert dieses in der Regel keine unmittelbare Verpflichtung gegenüber den Aktionären, deren Aktien zu kaufen. Regelmässig wird der Anbieter „nur“ dazu verpflichtet, ein Angebot zu den fraglichen Konditionen zu machen.<sup>79</sup>

Somit fragt sich, welche Folgen sich im Falle einer Verletzung der genannten Pflichten hinsichtlich dem (späteren) öffentlichen Kaufangebot und den gestützt darauf entstehenden Kaufverträgen mit den Aktionären ergeben. Dazu Folgendes:

- Kommt etwa ein Rücktritt durch den Anbieter wegen absichtlicher Täuschung in Frage? Das ist wohl zu verneinen. Art. 28 Abs. 2 OR hält nämlich Folgendes fest: „Die von einem Dritten verübte absichtliche Täuschung hindert die Verbindlichkeit für den Getäuschten nur, wenn der andere zur Zeit des Vertragsabschlusses die Täuschung gekannt hat oder hätte kennen sollen.“ Damit ein Rücktritt also gestützt auf Art. 28 Abs. 2 OR möglich ist, müssten die andienenden Aktionäre im Zeitpunkt der Transaktion die im Rahmen der Prä-Auktion erfolgte Täuschung seitens der Zielgesellschaft gekannt haben oder kennen müssen. Das dürfte regelmässig nicht der Fall sein.
- Möglich ist zudem, dass die übliche *Material Adverse Change*-Bedingung des Kaufangebots ausgelöst wird, die je nach Auswirkungen eines Problems einen Rücktritt des Anbieters zulässt. Dies würde aber bedingen, dass die Fehlinformation auf Seiten des Anbieters vor Ablauf der Angebotsfrist erkannt wird. Auch das ist kaum je der Fall, da der Anbieter (in der Regel auch aus Kartellrechtsgründen) erst ab Vollzug der Transaktion genaueren Einblick in die Gesellschaft nehmen kann.
- Nicht ausgeschlossen ist im vorliegenden Zusammenhang ferner das Entstehen einer deliktischen Haftung der Zielgesellschaft (oder einer Haftung aus dem *Transaction Agreement* – Verletzung von Gewährleistungen) gegenüber dem Anbieter. Allerdings nützt eine Schadenersatzpflicht dem Anbieter nach dem Vollzug der Transaktion nur wenig, weil die täuschende (Ziel-)Gesellschaft dann dem Anbieter gehört.
- Somit wären praktisch nur noch Ansprüche gegenüber den seitens Zielgesellschaft handelnden Personen erfolgsversprechend. Faktisch werden

---

<sup>79</sup> Vgl. dazu sowie zum spezifischen Inhalt einer Transaktionsvereinbarung Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 206; vgl. ferner Höhn/Lang/Roelli, E. Rz. 65 ff.; Schenker, 693 ff.

diese, selbst wenn eine Versicherung dafür eintreten muss, betragslich sehr begrenzt sein im Vergleich zum möglichen Schaden für den Anbieter.

In der Praxis freilich werden diese Residualrisiken oftmals dadurch entschärft, dass im Vorfeld Vereinbarungen getroffen werden, welche die Gewährleistung oder Haftung für falsche oder irreführende Informationen explizit ausschliessen. Dies geschieht insbesondere im Rahmen einer eigenständigen Vertraulichkeitsvereinbarung.

### 3. Transaktionsschutz (*Deal Protection*)

Ein potenzieller Anbieter hat typischerweise ein Interesse daran, dass konkurrierende Angebote ausbleiben. Deshalb wird er Massnahmen treffen wollen, welche die Verhinderung konkurrierender Angebote bzw. zumindest die Verbesserung der Ausgangsbedingungen gegenüber möglichen konkurrierenden Angeboten zum Ziel haben. Hierfür kommen Vereinbarungen mit der Zielgesellschaft oder mit einzelnen Aktionären in Betracht.<sup>80</sup>

#### a) Exklusivitätsvereinbarungen mit der Zielgesellschaft

Exklusivitätsvereinbarungen zwischen einem möglichen Anbieter und der Zielgesellschaft können verschiedene Gestalten annehmen: In einer strengen Ausprägung kann die Exklusivitätsvereinbarung jegliche Form von Gesprächen und Verhandlungen mit möglichen konkurrierenden Anbietern und die Weitergabe von Informationen an dieselben untersagen (*No Talk-Verpflichtung*).<sup>81</sup> Eine weniger strenge Variante untersagt bloss die aktive Suche nach einem konkurrierenden Anbieter (*No Shop-Verpflichtung*).<sup>82</sup> Für die Zielgesellschaft stellen Exklusivitätsvereinbarungen Unterlassungspflichten dar. Sie werden häufig mit der Handlungspflicht der Zielgesellschaft verbunden, das (spätere) Angebot zu unterstützen.<sup>83</sup>

Für die Beurteilung der rechtlichen Zulässigkeit derartiger Vereinbarungen ist nach dem Zeitpunkt ihres Abschlusses zu unterscheiden: Vor der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebotsprospekts abgeschlossene Vereinbarungen, die nur bis zur Publikation der Voranmeldung bzw. des Angebots gelten, beurteilen sich grundsätzlich allein nach aktienrechtlichen Grundsät-

---

<sup>80</sup> Vgl. zum Gesagten Gericke/Wiedmer, Art. 48, Kommentar UEV, Rz. 13 ff.; Schenker, 434.

<sup>81</sup> Bahar, 163; Gericke/Wiedmer, Art. 36, Kommentar UEV, Rz. 95; Schenker, 436 f.; Schnydrig/Vischer, 1193; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 215.

<sup>82</sup> Gericke/Wiedmer, Art. 36, Kommentar UEV, Rz. 93; Höhn/Lang/Roelli, E. Rz. 79; Schenker, 436; Schnydrig/Vischer, 1193; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 215; Watter/Maizar, 31.

<sup>83</sup> Siehe zum Gesagten Höhn/Lang/Roelli, E. Rz. 78; Schnydrig/Vischer, 1193.

zen. Denn der zeitliche Geltungsbereich des Übernahmerechts ist zum Zeitpunkt des Abschlusses der Vereinbarung noch nicht eröffnet. Nach der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebotsprospekts abgeschlossene Vereinbarungen sind an den einschlägigen aktienrechtlichen und übernahmerechtlichen Grundsätzen zu messen. Das gilt auch für vor der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebotsprospekts abgeschlossene Vereinbarungen, die auch nach deren Publikation noch Geltung beanspruchen sollen.<sup>84</sup>

Bei Prä-Auktionen werden Exklusivitätsvereinbarungen, wenn überhaupt, erst in einem späten Stadium bzw. für den Zeitraum zwischen dem Abschluss der Prä-Auktion und der Publikation von Voranmeldung/Angebot oder für die allerletzte Phase vor Publikation abgeschlossen. Ausnahmen gibt es vor allem bei *Distressed Companies* und in anderen Sonderfällen, wo es ohne eine solche Vereinbarung manchmal schwierig ist, jemanden zu überzeugen, die Kosten für die Transaktionsprüfung einzugehen.

In aktienrechtlicher Hinsicht sind entsprechende Vereinbarungen grundsätzlich zulässig,<sup>85</sup> weil das schweizerische Recht keine Auktionspflicht kennt.<sup>86</sup> Gleichwohl können diese unter den Gesichtspunkten der Sorgfaltspflicht und der Wahrung des Gesellschaftsinteresses (Art. 717 Abs. 1 OR) sowie der Gleichbehandlung der Aktionäre (Art. 717 Abs. 2 OR) oder aus anderen Gründen (vgl. die allgemeinen Grundsätze zur Gleichbehandlung oben [IV.2.](#)) problematisch sein.

Die Sorgfaltspflicht und die Pflicht zum Handeln im Gesellschaftsinteresse verlangen, dass der Verwaltungsrat die vorgeschlagene Transaktion prüft und zum Schluss gelangt, dass diese überzeugt und ihre Sicherung Vorrang gegenüber dem weiteren Vorgehen mit verschiedenen Parteien hat.<sup>87</sup> Deshalb werden solche Vereinbarungen in aller Regel erst geschlossen, wenn der Markt „abgeklappert“ wurde, zeitlich also in der Endphase der Prä-Auktion. Umgekehrt kann der frühe Abschluss einer Exklusivitätsvereinbarung im Gesellschaftsinteresse liegen, wenn etwa im Markt kaum Interesse an der Zielgesellschaft besteht. So oder so kann es ratsam sein, sich in der Exklusivitätsvereinbarung das Recht vorzubehalten, sich unter den dort näher definierten Umständen (etwa im Fall ei-

---

<sup>84</sup> Vgl. zum Gesagten Schenker, 437 ff.; Zur Zulässigkeit solcher Vereinbarungen im Übernahmekontext siehe statt vieler Gericke/Wiedmer, Art. 36, Kommentar UEV, Rz. 93 ff.

<sup>85</sup> Einhellig bezüglich *No Shop*-Verpflichtungen, vgl. Höhn/Lang/Roelli, E. Rz. 78 ff.; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 215. Umstritten freilich in Bezug auf *No Talk*-Verpflichtungen, vgl. Bahar, 163; Schenker, 437; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 215.

<sup>86</sup> Siehe zur fehlenden Auktionspflicht bereits oben [IV.1.](#)

<sup>87</sup> Durch den Verwaltungsrat zu berücksichtigen ist insbesondere, ob das vom Anbieter vorgeschlagene unternehmerische Konzept im Gesellschaftsinteresse liegt und welche Gegenleistung der Anbieter anzubieten beabsichtigt.

nes überlegenen konkurrierenden Angebotes) von einer Unterstützungspflicht in Bezug auf das (Erst-)Angebot loszusagen (*Fiduciary-out* – nach dem *Launch*, namentlich im *Transaction Agreement*, ist dieses Pflicht).<sup>88</sup>

Die übernahmerechtlichen Schranken von Exklusivitätsvereinbarungen in der Prä-Auktionsphase bestehen im Übrigen darin, dass der Verwaltungsrat sich nicht verpflichten kann, nach der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebotsprospekts gegen übernahmerechtliche Vorschriften zu verstossen.<sup>89</sup>

## b) Vereinbarungen mit Aktionären

### aa) Problematik

Anbieter versuchen manchmal bereits für die Zwecke der Prä-Auktion bzw. vor der ersten Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft, die Unterstützung und nach Möglichkeit die Aktien allfälliger grösserer Aktionäre zu sichern. Dies kann vom mehr oder weniger formellen Zusammenspannen im Vorfeld eines Angebots zu Andienungsverpflichtungen bis zum festen Kauf einer Beteiligung führen. Bei Prä-Auktionen können solche Einigungen besonders einschneidend sein, weil sie drohen, die Prä-Auktion zu verhindern oder zu präjudizieren, indem sie einen „*Done Deal*“ suggerieren oder effektiv darstellen und damit die Ausmarchung des „besten“ Anbieters behindern. Dabei sind die Besonderheiten verschiedener Arten von Bindungen (*Lock-ups*) mit Aktionären von Bedeutung.

### bb) Direkter Kauf einer grösseren Beteiligung

Kauft ein Anbieter im Vorfeld einer Übernahme ein Paket, ohne dessen Vollzug von einem erfolgreichen Übernahmeangebot abhängig zu machen und auch sonst ohne Bezug auf dieses, ist der Kauf „konkurrenzfest“. Das heisst: Selbst wenn später ein Konkurrenzangebot unterbreitet wird, so bleibt dieser Kauf gültig, und der verkaufende Aktionär kann nicht davon zurücktreten und stattdessen in das Konkurrenzangebot andienen.<sup>90</sup> Dies war beispielsweise bei der umkämpften Übernahme von Converium durch SCOR der Fall. SCOR ging im

---

<sup>88</sup> Zum *Fiduciary-out* Gericke, *passim*. Vgl. auch die Hinweise bei Gericke/Wiedmer, Art. 36, Kommentar UEV, Rz. 92.

<sup>89</sup> Siehe Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 215.

<sup>90</sup> Siehe zum Gesagten Gericke/Wiedmer, Art. 48, Kommentar UEV, Rz. 14; Tschäni/Iffland/Diem, Art. 133, BSK FinfraG, Rz.14 f.

Vorfeld zur Übernahme einen festen Vertrag zum Kauf eines Pakets von rund 20% ein.<sup>91</sup>

Ein solcher Kauf hat damit eine starke Wirkung und kann mögliche Drittanbieter gänzlich davon abhalten, sich in einer Prä-Auktion oder als Konkurrenzanbieter zu engagieren, weil selbst bei einem erfolgreichen Angebot ein *Squeeze-out* erschwert oder unmöglich sein kann. Dennoch trifft man solche Direktkäufe in der Praxis selten an, weil sich Anbieter in der Regel nicht fest verpflichten wollen, wenn sie damit keine Kontrolle erwerben können und schlimmstenfalls auf dem Paket sitzenbleiben.<sup>92</sup>

### cc) Andienungsverpflichtungen (*Irrevocables*)

Bei Andienungsverpflichtungen (*Tender Undertakings*) handelt es sich um unwiderrufliche vertragliche Zusagen von Aktionären, ihre Aktien dem Anbieter in das Übernahmeangebot hinein anzudienen.<sup>93</sup> Im britisch-englischen Sprachgebrauch werden diese *Irrevocable Undertakings* oder schlicht *Irrevocables* genannt. Diese Terminologie ist für die Schweizer Praxis irreführend, weil Andienungsverpflichtungen (wie Kaufverträge, die durch das Angebot bedingt sind) nach ständiger Praxis der Übernahmekommission bei Lancierung eines Konkurrenzangebots für die Aktionäre nicht mehr bindend sind (sog. *Soft Lock-up*). Die Aktionäre sind dann frei, in ein (besseres) Konkurrenzangebot anzudienen.<sup>94</sup>

Entsprechend sind solche Verpflichtungen im Rahmen einer Prä-Auktion nicht schädlich. Zudem werden sie in der Praxis meist erst unmittelbar vor der Lancierung eines (Erst-)Angebots eingegangen.

---

<sup>91</sup> Siehe dazu oben [II.4.b](#).

<sup>92</sup> Vgl. auch Tschäni/Iffland/Diem, Art. 133, BSK FinfraG, Rz. 15.

<sup>93</sup> Vgl. zum Beispiel die Andienungsverpflichtung von Patinex gegenüber CSL bei der Übernahme von Vifor, in welcher sich Patinex verpflichtete, ihre Vifor-Aktien ins Angebot anzudienen (Patinex hielt damals rund 23.2% aller ausgegebenen Vifor-Aktien); Angebotsprospekt von CSL Behring AG vom 18. Januar 2022 lit. A *in fine*. Vgl. zur Transaktion UEK-Verfügung 802 i.S. Vifor Pharma AG, *passim*.

<sup>94</sup> Siehe zum Gesagten statt vieler Gericke/Wiedmer, Art. 51, Kommentar UEV, Rz. 13 ff. Zur Unentziehbarkeit und Unverzichtbarkeit des Wahlrechts der Angebotsempfänger vgl. UEK-Empfehlung i.S. InCentive Capital AG vom 11. Juni 2003 E. 5.4.3/5.5; mit ausführlicher Begründung Bestätigung durch EBK-Verfügung vom 23. Juli 2003.

dd) Ausnahme: Hard Lock-up, aber für die Zeitperiode vor einer Angebotslancierung

Beispiel für die Anbindung an einen potenziellen Anbieter im Vorfeld eines möglichen Angebots ist eine im Jahre 2023 getroffene Vereinbarung zwischen einer Aktionärsgruppe von SoftwareOne und Bain Capital. In der Pressemitteilung dazu hiess es:

*„The founding shareholders provide their full commitment to the proposed transaction and to Bain Capital as the partner for the transaction, and they expect to roll over a significant part of their investment to help facilitate it“<sup>95</sup>.*

Ferner wurde kundgetan, dass ihre Vereinbarung in Bezug auf ein Angebot eine Meldepflicht als Aktionärsgruppe i.S.v. Art. 120 FinfraG auslöse. Entsprechend wurde dann eine Aktionärsgruppe zwischen Bain und der vorbestehenden Aktionärsgruppe gemeldet. Ob eine solche Vereinbarung tatsächlich eine Meldepflicht i.S.v. Art. 120 FinfraG auslöst, ist indessen mindestens dann zu bezweifeln, wenn der potenzielle Anbieter noch gar keine Aktien besitzt und über die Vereinbarung weder wirtschaftlich noch stimmenmässig an den Aktien der Zielgesellschaft beteiligt wird. Anders sieht es aus bezüglich der Meldepflicht gemäss Art. 134 FinfraG i.V.m. Art. 11 f. UEV, sobald ein Angebot lanciert wird.

Ein solcher *Lock-up* für die Phase vor dem Übernahmeangebot kann jedoch trotz Unverbindlichkeit allfälliger Veräusserungspflichten, sobald ein Konkurrenzangebot lanciert wird, einen Prä-Auktionsprozess wesentlich behindern oder die Aussagekraft eines Markttests einschränken. Das gilt jedenfalls dann, wenn sich die gebundenen Aktionäre nicht auch mit anderen möglichen Anbietern ins Benehmen setzen können. Übernahmerechtlich dürfte das Vorgehen (mangels Anwendbarkeit des Übernahmerechts im Vorfeld des Angebots) wohl durchgehen, selbst wenn damit faktisch eine Konkurrenzsituation auch nach Angebotslancierung erschwert werden kann. Ob eine Umgehung des übernahmerechtlichen Zwangs zur freien Wahl bzw. des *Level Playing Field* zur Frage stehen könnte, hängt von den Einzelheiten ab, dürfte aber wohl nur *in extremis* zu einem behördlichen Einschreiten führen. Die *Put-up or Shut-up*-Regel hilft da auch nicht weiter.

---

<sup>95</sup> Reuters vom 15. Juni 2023, „Bain Capital makes .2 billion offer for SoftwareOne, board says it's too low“, abrufbar unter <<https://www.reuters.com/markets/deals/bain-capital-makes-32-bln-offer-softwareone-board-says-its-too-low-2023-06-15/>>.

#### 4. Vertraulichkeit und Publizität

##### a) Vertraulichkeit der Prä-Auktion bzw. gewollte oder ungewollte Publizität

Eine Prä-Auktion soll normalerweise unter Ausschluss der Öffentlichkeit stattfinden. Dafür gibt es mehrere Gründe. Die Zielgesellschaft ist möglicherweise bloss daran interessiert, eine Vorstellung über ihren Marktwert zu erhalten – ohne konkrete Übernahme- bzw. Verkaufsabsicht. Wird die Durchführung der Prä-Auktion publik bzw. wird darüber spekuliert, dass sie *in play* ist, könnte dies zu einem falschen Signal für die Aktionäre führen, da eine tatsächliche Übernahme in diesem Stadium ungewiss bleibt. Der mögliche Anbieter ist typischerweise auch an Vertraulichkeit interessiert, weil ein Leck gegebenenfalls dazu führt, dass der Aktienkurs steigt, womit sich der Betrag reduziert, den der Anbieter als Prämie über dem bestehenden Aktienkurs anbietet. Weiter erhöht sich für den möglichen Anbieter der Mindestpreis, sofern die Regeln über das Pflichtangebot anwendbar sind; denn der Mindestpreis darf nicht tiefer liegen als der Börsenkurs (Art. 135 Abs. 2 FinfraG).

Es kann gleichwohl vorkommen, dass die Vertraulichkeit einer (möglichen) Prä-Auktion aufgegeben wird oder aufgegeben werden muss. Dies kann unbeabsichtigt durch die Zielgesellschaft oder den potenziellen Anbieter geschehen, etwa durch unbedachte Äusserungen oder den Austausch sensibler Informationen, die an die Öffentlichkeit gelangen. In manchen Fällen sind Publizität oder auch Lecks jedoch beabsichtigt. So kann ein potenzieller Anbieter absichtlich Informationen streuen, um den Druck auf die Zielgesellschaft zu erhöhen oder andere Interessenten abzuschrecken. Ein Beispiel für beabsichtigte Publizität ist wiederum SoftwareOne, wo Bain Capital im Jahre 2023 einen unverbindlichen Vorschlag für eine Übernahme und die Sicherung der Unterstützung einer Aktionärsgruppe öffentlich machte.<sup>96</sup>

Beabsichtigte Publizität durch den möglichen Anbieter birgt jedoch Risiken: Eine öffentliche Stellungnahme kann den *Put-up or Shut-up*-Tatbestand erfüllen (Art. 53 UEV). *In extremis* kann diese gar als Voranmeldung bzw. Angebot gewertet werden. Die Hürde dafür ist freilich hoch.<sup>97</sup> Heikel wird es allenfalls dann, wenn in der öffentlichen Kommunikation konkrete Preisinformationen

---

<sup>96</sup> Vgl. dazu oben [II.3](#).

<sup>97</sup> Vgl. UEK-Empfehlung 225/03 i.S. Forbo Holding AG vom 18. März 2005 E. 2.4.

enthalten sind,<sup>98</sup> da dies eine stärkere Verbindlichkeit signalisieren und den Eindruck eines konkreten Angebots erwecken kann.

Publizität kann schliesslich auch von der Zielgesellschaft bewusst herbeigeführt werden, um die Durchführung einer Prä-Auktion bekannt zu machen.<sup>99</sup> Hierfür können die Beispiele von Forbo<sup>100</sup> oder Nobel Biocare<sup>101</sup> angeführt werden.

## b) Ad hoc-Publizität im Zusammenhang mit einer Prä-Auktion

Die Regeln zur Ad hoc-Publizität (Art. 53 KR) beanspruchen auch für die Prä-Auktion Geltung. Es fragt sich daher, ob bzw. wann bestimmte Prä-Auktions-Ereignisse (unter Vorbehalt des Bekanntgabeaufschubs) die Pflicht zur Ad hoc-Publizität auslösen.

Es ist zu differenzieren:

- Der Beschluss zur Durchführung einer Prä-Auktion kann unter Umständen eine Ad hoc-Publizitätspflicht auslösen, muss aber nicht. Soll mit einer Prä-Auktion lediglich der Markt „abgetastet“ oder ein Wert ermittelt werden, so ist darin (noch) kein Ereignis erheblicher Kursrelevanz zu erblicken. Diesfalls ist von blossen Planungsvarianten oder Absichten ohne Realisierungswillen auszugehen.<sup>102</sup> Anders verhält es sich jedoch, wenn der Verwaltungsrat einen eigentlichen Verkaufsprozess einleitet. Neben dem damit einhergehenden Strategiewechsel könnte auch ein tatsächlicher Verkauf eine gewisse Wahrscheinlichkeit erhalten, jedenfalls wenn bereits fortgeschrittene Angebote vorliegen. Allerdings ist es in der Praxis selbst in solchen Fällen selten, dass es tatsächlich zu einem öffentlichen Kaufangebot kommt. Deshalb liegt auch in einem solchen Fall in der Regel noch keine die Ad hoc-Publizität rechtfertigende Wahrscheinlichkeit vor. Da, solange die Vertraulichkeit gewährleistet werden kann, aber ohnehin ein Bekanntgabeaufschub beansprucht werden könnte (Art. 54 KR), ist die Frage in der Praxis letztlich aber von wenig Relevanz.<sup>103</sup>

---

<sup>98</sup> Vgl. Medienmitteilung Vontobel vom 8. September 2017; vgl. ferner Medienmitteilungen SoftwareOne vom 15. Juni 2023, 20. Juli 2023 und 24. Juli 2023.

<sup>99</sup> Vgl. Schenker, 637, der wegen der Schwierigkeit, eine Auktion geheim halten zu können, Publizität empfiehlt. Vgl. dazu auch von der Crone, Börsenrecht, 176. Anderer Meinung Lüchinger, 248.

<sup>100</sup> Vgl. dazu oben [II.3.](#)

<sup>101</sup> Vgl. dazu oben [II.3.](#)

<sup>102</sup> Vgl. Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 127.

<sup>103</sup> Vgl. zum Gesagten Höhn/Lang/Roelli, B. Rz. 113 ff.; Schenker, 633 ff.; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 126 f.

- Der Erhalt von *Non-Binding-Offers* (NBO) stellt unseres Erachtens grundsätzlich (noch) keine kursrelevante Tatsache dar, weil das Schreiben eines solchen Briefs sehr häufig nur einen Versuchsballon darstellt, kaum etwas kostet und in den seltensten Fällen tatsächlich in ein Übernahmeangebot mündet, jedenfalls solange der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft nicht gewillt ist, ein solches Angebot zu unterstützen. Dies gilt meistens auch dann, wenn im Rahmen einer Prä-Auktion NBOs abgegeben werden. Wenn aus den NBOs zu schliessen ist, dass der mögliche Anbieter das Angebot mit hoher Wahrscheinlichkeit ohnehin unterbreiten wird, liegt in der Regel eine *Ad hoc*-pflichtige Tatsache vor.<sup>104</sup>
- Auch die *Gewährung bzw. Durchführung einer vertieften Due Diligence* im Rahmen einer Prä-Auktion ist nicht grundsätzlich kommunikationspflichtig. Für die Abgabe verlässlicher Preisangaben und eines konkreten *binding* Angebots ist eine angemessene *Due Diligence* unabdingbar.<sup>105</sup> Auch hier kann zudem ein Bekanntgabeaufschub beansprucht werden.
- Bei Erhalt eines Schreibens, worin der Übernahmeinteressent ein verbindliches Angebot unterbreitet (*Binding-Offer*), ist zu unterscheiden: Tritt der Verwaltungsrat nicht darauf ein bzw. lehnt er dieses ab, wird keine *Ad hoc*-Pflicht entstehen, es sei denn, es sei schon einmal informiert worden. Ist anzunehmen, dass der Übernahmeinteressent das Angebot wahrscheinlich trotz Ablehnung unterbreiten wird, so trifft die Zielgesellschaft ebenfalls die Pflicht zur *Ad hoc*-Publizität.<sup>106</sup> Befürwortet der Verwaltungsrat das Angebot und ist mit hoher Wahrscheinlichkeit von einem *Friendly Takeover* auszugehen, kann die Zielgesellschaft in der Regel den Bekanntgabeaufschub beanspruchen.
- Wird mit einem Anbieter eine *Exklusivitätsvereinbarung mit dem Ziel* eingegangen, dass innerhalb der Exklusivitätsfrist tatsächlich ein (vereinbartes) *Übernahmeangebot lanciert* werden soll, so dürfte dies *Ad hoc*-pflichtig sein, aber den Bekanntgabeaufschub zulassen. Wird Exklusivität in einem früheren Stadium gewährt, etwa um einen Anbieter zu motivieren, eine *Due Diligence*-Prüfung zu machen, ist eine Übernahme wohl noch zu wenig wahrscheinlich.
- Die *Zustimmung des Verwaltungsrates* der Zielgesellschaft, gestützt auf ein konkretes Angebot *Verhandlungen über eine Transaktionsvereinbarung* aufzunehmen, stellt unseres Erachtens eine *Ad hoc*-pflichtige Tatsache dar, dürfte aber wiederum den Bekanntgabeaufschub erlauben.<sup>107</sup>

---

<sup>104</sup> Vgl. Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 127.

<sup>105</sup> Anderer Auffassung wohl Höhn/Lang/Roelli, B. Rz. 120, sowie Schenker, 636.

<sup>106</sup> Vgl. Höhn/Lang/Roelli, B. Rz. 127; Meier, 330.

<sup>107</sup> Vgl. Schenker, 636.

- Der Abschluss einer Transaktionsvereinbarung zwischen Zielgesellschaft und Übernahmepotenzialist schliesslich, in der sich letzterer verpflichtet, ein Angebot zu unterbreiten, ist *Ad hoc*-pflichtig.<sup>108</sup> In der Praxis wird nach Abschluss einer Transaktionsvereinbarung stets publiziert. Vor oder während einer Prä-Auktion ist das Vorgehen unterschiedlich, wobei neben den konkreten Umständen auch taktische Überlegungen hineinspielen können.

## V. Fazit

Die Prä-Auktion ist unseres Erachtens *here to stay*; sie verdrängt das klassische System der Konkurrenzangebote nach Anhebung einer Übernahme. Allmählich bilden sich gewisse Archetypen und typische Vorgehensmuster heraus. Da eine Prä-Auktion nicht zuletzt etwas mehr Kontrolle über den Prozess durch die Zielgesellschaft erlaubt, werden in der Praxis auch Vorgehensweisen seitens potenzieller Anbieter entwickelt, um solche Prä-Auktionen zu verhindern, zu behindern oder abzuschneiden.

Der rechtliche Rahmen, in dem sich die Prä-Auktion abspielt, ist ein Gewebe von nicht ganz klaren Vorschriften und Behördenpraxis, deren Geltung und Anwendung anders als nach Lancierung eines Angebots nicht behördlich vorgeprüft werden kann. Umso mehr sind die beteiligten Berater auf allen Seiten gefragt, die Parteien nicht nur taktisch und strategisch, sondern auch rechtlich mit Erfahrung und Geschick durch den Prozess zu navigieren.

## Literaturverzeichnis

- Bahar Rashid, *Le rôle du conseil d'administration lors des fusions et acquisitions*, Genf 2004.
- Bernet Robert, *Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz*, Bern 1998.
- Bertschinger Urs, *Zu den börsenrechtlichen Kompetenzen des Verwaltungsrates und der Generalversammlung bei Unternehmensübernahmen – Art. 29 Abs. 2 BEHG, SJZ 1998, 329 ff.*
- Blaas Sonja, *Entstehung und Nachweis der angebotspflichtigen Gruppe*, Bern 2016.
- Blum Oliver, *Rechtliche Bedeutung der Due Diligence*, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VIII*, Zürich/Basel/Genf 2006, 175 ff.
- Böckli Peter, *Schweizer Aktienrecht, mit Fusionsgesetz, Börsengesellschaftsrecht, Konzernrecht, Corporate Governance, Recht der Revisionsstelle und der Abschlussprüfung in neuer Fassung – unter Berücksichtigung der angelaufenen Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts*, 4. A., Zürich/Basel/Genf 2009.

---

<sup>108</sup> Schenker, 638; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 126.

- Brandi Tim Oliver, § 33, in: Angerer Lutz/Brandi Tim Oliver/Süssmann Rainer (Hrsg.), Kommentar Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), 4. A., München 2023 (zit. Brandi, § 33, Kommentar WpÜG, Rz. 35).
- Bühler Christoph B., Art. 717, in: Handschin Lukas (Hrsg.), Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Generalversammlung und Verwaltungsrat. Mängel in der Organisation, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2018 (zit. Bühler, Art. 717, ZK OR, Rz. 249).
- Bühler Christoph B., Die Neutralitätspflicht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei öffentlichen Übernahmeangeboten: nach schweizerischem Gesellschafts- und Börsenrecht unter Berücksichtigung der Rechtsentwicklung in der EU, Zürich 2003 (zit. Bühler, Neutralitätspflicht).
- Bühler Christoph B., Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Zürich/St. Gallen 2009 (zit. Bühler, Regulierung).
- 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, 107 ff.
- Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- Gehrer Carole Lea, Statutarische Abwehrmassnahmen gegen Übernahmen, Zürich/Basel/Genf 2003.
- Gericke Dieter, Das „Fiduciary Out“ bei öffentlichen und privaten M&A-Transaktionen, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXI, Zürich/Basel/Genf 2019, 43 ff.
- Gericke Dieter/Wiedmer Karin, Art. 8 – 53, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2. A., Zürich/Basel/Genf 2020 (zit. Gericke/Wiedmer, Art. ..., Kommentar UEV, Rz. ...).
- Gnos Urs P., Unternehmensverkauf mittels Auktion, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXI, Zürich/Basel/Genf 2019, 122 ff.
- Hoch Mariel, Pflichten des Verwaltungsrats einer möglichen Zielgesellschaft, SZW 2018, 361 ff.
- Hoffmann Jan Hendrik/von der Crone Hans Caspar, Das Handeln in gemeinsamer Absprache und die organisierte Gruppe im Offenlegungsrecht, SZW 2011, 309 ff.
- Hofstetter Karl/Schilter-Heuberger Evelyn/Brönnimann Thomas, Art. 135, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz / Finanzmarktinfraktstrukturgesetz, 3. A., Basel 2019 (zit. Hofstetter/Schilter, Art. 135, BSK FinfraG, Rz. 51).
- Höhn Jakob, „Acting in concert“ im schweizerischen Übernahmerecht: die Begriffe „Handeln in gemeinsamer Absprache“ und „organisierte Gruppe“, in: Zindel Gaudenz G./Peyer Patrik R./Schott Bertrand (Hrsg.), Wirtschaftsrecht in Bewegung, Zürich 2008, 23 ff.
- Höhn Jakob/Lang Christoph/Roelli Severin, Öffentliche Übernahmen, Basel 2011.
- Kershaw David, Principles of Takeover Regulation, Oxford 2016.
- Kunz Peter V., Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht. Eine gesellschaftsrechtliche Studie zum aktuellen Rechtszustand verbunden mit Rückblick und mit Vorausschau sowie mit rechtsvergleichenden Hinweisen, Bern 2001.

- Kurer Peter, Auktionsverfahren beim Verkauf von Unternehmen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich/Basel/Genf 2001, 159 ff.
- Lüchinger Stefan, Ad hoc-Publizität und Offenlegungspflicht im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen – ausgewählte Aspekte, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich/Basel/Genf 2004, 234 ff.
- Meier Eric Olivier, Due Diligence bei Unternehmensübernahmen, Zürich/St. Gallen 2010 (= SSHW 286).
- Meier-Schatz Christian, Besprechung des Entscheides der Regulierungskommission, SZW 1995, 190 ff.
- Peter Henry, Actionnaires et OPA, in: Bohrer Gaétan (Hrsg.), La société anonyme dans ses rapports avec ses actionnaires, Lausanne 2001, 85 ff.
- Reichmuth Patricia Caroline, Die Pflichten des Verwaltungsrats einer Zielgesellschaft, Eine Analyse der Rolle des Verwaltungsrats im Übernahmekontext unter Berücksichtigung seiner Pflichten im Vorangebotsstadium, Zürich/Basel/Genf 2020 (= ZStP 302).
- Schärer Heinz/Gericke Dieter/Fankhauser Micha, Vom Übernahmerecht zum Übernahmenschutzrecht? in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVIII, Zürich/Basel/Genf 2016, 191 ff.
- Schärer Heinz/Oser David, Unternehmensauktionen – Ausgewählte Fragen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich/Basel/Genf 2006, 126 ff.
- Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009.
- Schnydrig Andrin/Vischer Markus, Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, AJP 2006, 1192 ff.
- Togni Lorenzo, Standstill Agreements nach U.S.-amerikanischem und schweizerischem Recht, Zürich/St. Gallen 2010 (= SSHW 293).
- Tschäni Rudolf, Gruppen im Offenlegungsrecht, in: Sethe Rolf et al. (Hrsg.), Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag, Bern 2011, 319 ff. (zit. Tschäni, Offenlegungsrecht).
- Tschäni Rudolf, Käfer und Heuschrecken: Terra Firma gegen Citigroup, GesKR 2011, 73 ff. (zit. Tschäni, Heuschrecken).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, Die Pflichten des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich/Basel/Genf 2005, 53 ff. (zit. Tschäni/Diem, Zielgesellschaft).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, Going Private durch LBO, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVI, Zürich/Basel/Genf 2014, 55 ff. (zit. Tschäni/Diem, Going Private).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 4. A, Zürich/Basel/Genf 2020.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2021.
- Tschäni Rudolf/Iffland Jacques/Diem Hans-Jakob, Art. 132 – 133, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz / Finanzmarktinfrakturtsgesetz, 3. A., Basel 2019 (zit. Tschäni/Iffland/Diem, Art. ..., BSK FinfraG, Rz. ...).

- von der Crone Hans Caspar, Aktienrecht, 2. A., Bern 2020 (zit. von der Crone, Aktienrecht).
- von der Crone Hans Caspar, Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich/Basel/Genf 2005, 1 ff. (zit. von der Crone, Grundsätze).
- von der Crone Hans Caspar, Unternehmensübernahmen und Börsenrecht, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions II, Zürich/Basel/Genf 2000, 157 ff. (zit. von der crone, Börsenrecht).
- Watter Rolf, Pflichten und Handlungsmöglichkeiten des Verwaltungsrates in Übernahme-situationen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002, 1 ff. (zit. Watter, Pflichten).
- Watter Rolf, Vertragliches Verbot von Angeboten oder einer Angebotserhöhung („Standstills“), GesKR 2013, 266 ff. (zit. Watter, Standstills).
- Watter Rolf/Maizar Karim, Konkurrierende Übernahmeangebote, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, 2 ff.
- Watter Rolf/Roth Pellanda, Art. 717, in: Watter Rolf, Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, 6. A., Basel 2023 (zit. Watter/Roth, Art. 717, BSK OR II, Rz. ...).
- Winter Martin/Harbarth Stephan, Verhaltenspflichten von Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmeangeboten nach dem WpÜG, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, 1 ff.



# Joint Ventures – Nur ein Trend oder hier, um zu bleiben?

Matthias Wolf\*

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	74
II.	<a href="#">Joint Venture-Aktivität der letzten Jahre und Beispiele aus der Schweiz</a>	74
1.	<a href="#">Branchenschwerpunkte und aktuelle Treiber</a>	74
2.	<a href="#">Joint Ventures mit Beteiligung von Private Equity Funds und anderen Finanzinvestoren</a>	76
3.	<a href="#">Aktuelle Beispiele aus der Schweiz</a>	78
III.	<a href="#">Ausgewählte Themen</a>	79
1.	<a href="#">Errichtung</a>	79
a)	<a href="#">Rechtsgestaltung</a>	79
b)	<a href="#">Leistung der Einlagen</a>	81
c)	<a href="#">Bewertung und „Preis Anpassung“</a>	82
d)	<a href="#">Bereinigung und Entflechtung von Konzernbeziehungen</a>	83
2.	<a href="#">Finanzierung</a>	84
a)	<a href="#">Anfangsfinanzierung und Allgemeines</a>	84
b)	<a href="#">Zusätzlicher Finanzierungsbedarf</a>	85
c)	<a href="#">Disproportionale Finanzierung</a>	86
d)	<a href="#">Teilnahme an einem Cash Pool eines JV-Partners</a>	86
3.	<a href="#">Governance</a>	87
a)	<a href="#">Organe und Organbesetzung</a>	87
b)	<a href="#">Interessenkonflikte</a>	88
c)	<a href="#">Vetorechte und Pattsituationen</a>	89
4.	<a href="#">Beendigung und Exit</a>	91
a)	<a href="#">Dauer und Kündigung des JV-Vertrages</a>	91
b)	<a href="#">Exitlösungen</a>	93
5.	<a href="#">Krise und Insolvenz</a>	96
a)	<a href="#">Beendigung und Erwerbsrechte bei Beendigung</a>	96
b)	<a href="#">Vorkaufsrechte in der Insolvenz</a>	98
c)	<a href="#">Absicherung</a>	99
d)	<a href="#">Praktische Erfahrungen</a>	100
6.	<a href="#">Einige Lehren aus JV-Streitigkeiten</a>	101
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	102

---

\* Der Autor dankt Balian de Viragh und Charlotte Arndgen für ihre Unterstützung bei dem Verfassen dieses Beitrages.

## I. Einleitung

In den letzten Jahren erfreuen sich Gemeinschaftsunternehmen (Joint Ventures<sup>1</sup>) hoher und wachsender Beliebtheit. Gemäss einer Studie des Beratungsunternehmens Ankura hat die Anzahl neuer Joint Ventures im Jahr 2023 um 40% und daraufhin im Jahr 2024 um weitere 14% zugenommen und die Vorhersage für 2025 sei weiterhin steigend.<sup>2</sup> Die Gründe dafür und die treibenden Faktoren dieser Tendenz sind vielfältig. Gemäss aktuellen Studien werden Joint Ventures, was die erzielte Wertschöpfung anbelangt, als nahezu ebenbürtig im Vergleich zu M&A-Transaktionen angesehen und gerade auch in geopolitisch unsicheren Zeiten als robuste Investitionsvehikel betrachtet.<sup>3</sup>

Die aktuell treibenden Faktoren führen nicht nur zu einer Zunahme von Joint Ventures, sondern haben auch Einfluss auf die Herausforderungen bei der Vertragsverhandlung und -gestaltung. Im Folgenden werden in einem ersten Teil einige Branchenschwerpunkte, aktuelle Treiber und Trends besprochen und es werden einige Beispiele aus der Schweiz vorgestellt. Im Sinne eines Tour d'Horizon werden dann im nachfolgenden zweiten Teil ausgewählte Einzelthemen und Beobachtungen aus der Praxis dargestellt und es wird versucht, Schlussfolgerungen und Lehren für die Praxis zu ziehen. Dabei wird nicht immer systematisch vorgegangen und es wird nicht der Anspruch einer umfassenden oder systematischen Darstellung der relevanten Erwägungen erhoben. Die rechtlichen Fragen im Zusammenhang mit den erörterten Themen werden hier nicht eingehend analysiert, sondern es wird auf dafür jeweils einschlägige Literatur verwiesen.

## II. Joint Venture-Aktivität der letzten Jahre und Beispiele aus der Schweiz

### I. Branchenschwerpunkte und aktuelle Treiber

Nicht überraschend sind in den letzten Jahren viele Joint Ventures im Energiebereich, z.B. als „Green Partnerships“ entstanden. Dies betrifft namentlich etwa die Bereiche Windenergie, Wasserstoffgewinnung, Kernenergie, CO<sub>2</sub>-Abscheidung und weitere Themen im Bereich alternativer Energien. Zum Teil ist dies auf den steigenden Energieverbrauch von Rechenzentren auf-

---

<sup>1</sup> Die Bezeichnung „Joint Venture“ wird hier manchmal mit „JV“ abgekürzt.

<sup>2</sup> Ankura Joint Venture Index, 2024 in Review and Outlook for 2025, 3.

<sup>3</sup> Vgl. Khubchandani/Gore-Randall; ferner The Economist, wo auf die an Bedeutung wachsende Rolle von Joint Ventures zum Unternehmenswachstum eingegangen wird.

grund von künstlicher Intelligenz (KI) zurückzuführen.<sup>4</sup> Im Öl- und Gassektor werden Joint Ventures häufig von grossen „traditionellen“ Energiekonzernen mit einer Beteiligung bei kleineren (Wachstums-)Unternehmen in Spezialbereichen abgeschlossen.<sup>5</sup> Es gibt aber weiterhin „traditionelle“ Joint Ventures in diesem Bereich, bei welchen Förderaktivitäten in einem Gemeinschaftsunternehmen zusammengelegt werden.<sup>6</sup>

Ein Bereich, der (weiterhin) eine hohe Joint Venture-Aktivität aufweist, ist die Mobilitäts- und Autoindustrie, etwa in den Bereichen Elektrofahrzeuge, Batterieentwicklung und -produktion, Ladestationsnetze, Energiemanagement und Recycling. Treiber sind hier natürlich die Entwicklung vom Verbrennungsmotor zur Elektromobilität, aber auch der Betrieb von Verbrennungsmotoren mit synthetischen Kraftstoffen.<sup>7</sup>

Im Bereich der KI werden derzeit fast laufend Joint Ventures gegründet, welche von Mega-Projekten bis zu fokussierten und spezialisierten Entwicklungsprojekten reichen.<sup>8</sup>

Viele Joint Ventures wurden und werden im Bereich der Halbleitertechnologie abgeschlossen. Der Halbleiterindustrie wird eine durchschnittliche jährliche

---

<sup>4</sup> So haben etwa sowohl Google wie Microsoft langfristige Entwicklungs- und Abnahmevereinbarungen mit Entwicklungs- und Betreiberunternehmen von Kernkraftwerken abgeschlossen (allerdings jeweils ohne Beteiligung).

<sup>5</sup> Beispielsweise die Joint Ventures von BP mit dem japanischen Energiekonzern JERA zur Zusammenlegung ihrer Offshore-Windkraftwerke und von BP mit Corteva zur Entwicklung nachhaltiger Flugkraftstoffe, das Joint Venture von Repsol mit Genia Bionergy zur Biometanproduktion und von TotalEnergies mit Vanguard Renewables ebenfalls im Bereich der Biomethanproduktion in der Landwirtschaft.

<sup>6</sup> So etwa das 50:50 Joint Venture von Shell mit der norwegischen Equinor, in welchem Offshore-Bohrinseln und -konzessionen in der Nordsee zusammengelegt werden.

<sup>7</sup> Beispiele sind etwa die Joint Ventures von Rivian Automotive mit Volkswagen zur Entwicklung von Software und Elektronik für E-Fahrzeugplattformen, von Honda mit Mitsubishi (Batterien für Elektrofahrzeuge), Stellantis mit Leapmotor (Elektro-SUV), BMW mit Mercedes-Benz zum Aufbau eines Hochgeschwindigkeitsladenetzes in China und das Joint Venture der Post mit der fenaco für den Aufbau eines Schnellladenetzes in der Schweiz.

<sup>8</sup> Nennen kann man hier so unterschiedliche Projekte wie etwa das „Stargate“-Joint Venture von OpenAI, SoftBank, Oracle und dem AI-Investor MGX aus den Vereinigten Arabischen Emiraten, das Joint Venture der Deutschen Telekom mit verschiedenen ausländischen Telekomunternehmen (SK Telecom, e&, Singtel) und der SoftBank-Gruppe zur Entwicklung eines Large Language Model für die Telekombranche, das Joint Venture zwischen PwC und den KI-Unternehmen Aleph Alpha zur Entwicklung von KI-Lösungen für den Rechtsberatungs- und Compliance-Markt, das Joint Venture zwischen Accenture und dem Robotikunternehmen Mujin zur Einführung von KI und Robotik in die Fertigungs- und Logistikbranche oder das Joint Venture des Beratungsunternehmens WTS und der Steuerberatungskanzlei PSP für den Einsatz von KI im Steuerbereich unter dem „hub“ plAIground (<[www.ai-plaiground.com](http://www.ai-plaiground.com)>).

Wachstumsrate bis 2030 von 7.5% oder noch höher vorausgesetzt,<sup>9</sup> was wesentlich auf den steigenden Bedarf von leistungsstarken Chips aufgrund KI, Cloud Computing und Rechenzentren, aber auch auf die immer wichtiger werdenden Steuerungssysteme (z.B. im Bereich Elektromobilität und selbstfahrende Autos) und weitere Faktoren zurückzuführen ist.<sup>10</sup>

Neben diesen „Trend-Bereichen“ ist die Joint Venture-Aktivität weiterhin über viele unterschiedliche Bereiche bedeutend.<sup>11</sup>

## 2. Joint Ventures mit Beteiligung von Private Equity Funds und anderen Finanzinvestoren

Hand in Hand mit dem gesteigerten Investitionsbedarf in neue Technologien, Infrastrukturprojekte und Nachhaltigkeit ist eine Zunahme von Beteiligungen von Private Equity Funds an Joint Ventures zu beobachten. Private Equity Funds sitzen weltweit auf Rekordbeständen von zur Verfügung gestelltem Kapital, das darauf wartet, investiert zu werden.<sup>12</sup> In den letzten Jahren scheinen dabei insbesondere auch Joint Ventures als neue Investitionsmöglichkeit entdeckt worden zu sein. Diese unkonventionellen Joint Ventures werfen eigene Fragen und Verhandlungsthemen auf.

Beispiele solcher Private Equity-Beteiligungen an Joint Ventures waren etwa vor einigen Jahren im Bereich des Glasfaser-Ausbaus auszumachen; so beteiligte sich KKR an zwei Joint Ventures mit Telefónica in Chile und Kolumbien und BlackRock schloss mit AT&T das Joint Venture „Gigapower“ in den USA

---

<sup>9</sup> Gemäss einer Angabe des Beratungsunternehmens Deloitte (abrufbar unter <<https://www2.deloitte.com/us/en/insights/industry/technology/technology-media-telecom-outlooks/semiconductor-industry-outlook.html>>). Nach einer Einschätzung des Beratungsunternehmens PwC beträgt sie 8.9% (<<https://www.pwc.com/gx/en/industries/technology/state-of-the-semicon-industry.html>>).

<sup>10</sup> Beispiele dafür sind etwa das Gemeinschaftsunternehmen European Semiconductor Manufacturing Company zwischen Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC), Bosch, Infineon und NXP zum Bau einer Halbleiterfabrik in Deutschland und das Joint Venture von Polymatech und der französischen ECM Group zwecks Chipproduktion in Frankreich. TSMC soll Berichten zufolge auch mit Intel in Gesprächen über den Erwerb einer 20%-Beteiligung an Intel-Werken in den USA gewesen sein, was aber in der Zwischenzeit dementiert wurde. Joint Ventures werden in diesem Bereich nicht selten staatlich gefördert zwecks Sicherung der heimischen Produktion.

<sup>11</sup> S. etwa die Übersicht im Ankura Joint Venture Index, H12024 in Review.

<sup>12</sup> MacArthur, 7, 15; vgl. auch <<https://www.wsj.com/articles/private-equitys-2025-dry-powder-countdown-1fb2a972>>.

zwecks Ausbaus der Glasfaserinfrastruktur.<sup>13</sup> Ein aktuelleres Beispiel ist das Joint Venture von Intel und Apollo zur Chipproduktion in Irland.<sup>14</sup>

Auch in den Bereichen der CO<sub>2</sub>-Abscheidung (CO-Capture) und des Ausbaus erneuerbarer Energien sind die grossen Private Equity-Unternehmen als Finanzierungsparteien über Infrastrukturfonds aktiv. Als Beispiel sei das Direct Air Capture („DAC“) Projekt „STRATOS“ von Occidental Petroleum und Black-Rock erwähnt, das zeigt, wie die Private Equity JV-Partner das notwendige Kapital für die Realisierung solcher Grossprojekte einbringen.<sup>15</sup> Ein weiteres Beispiel ist die 49.9%-Beteiligung von Macquarie Asset Management an Hydro Rein, einem Joint Venture mit der norwegischen Hydro als 50.1%-Gesellschafterin im Bereich der erneuerbaren Energien.<sup>16</sup>

Manchmal entstehen solche Joint Ventures als Zusammenschluss zwecks Akquisition eines Zielunternehmens, wie im Fall des Erwerbs des Pigmentgeschäfts von Clariant, wo das PE-Unternehmen SK Capital sich mit der Heubach-Gruppe zusammenschloss. In anderen Fällen stellt die Beteiligung des PE-Funds wirtschaftlich eine Teilveräusserung des strategischen Partners an einen PE-Fund dar, wie im Falle des Joint Ventures für Tiefkühlpizza zwischen Nestlé und dem Private Equity-Unternehmen PAI Partners im Rahmen der European Pizza Group.<sup>17,18</sup>

Dass „strategische“ Investoren (d.h. operative tätige Unternehmen bzw. Unternehmensgruppen) mit Private Equity-Unternehmen bzw. den von ihnen verwalteten Fonds Joint Ventures abschliessen, ist bemerkenswert, denn sie verfolgen in mancherlei Hinsicht unterschiedliche Ziele und Prioritäten. Dabei ist die Frage der Liquidität des Investments häufig von zentraler Bedeutung.

---

<sup>13</sup> Vgl. Pressemitteilung der KKR vom 16. Juli 2021, abrufbar unter <[https://media.kkr.com/news-details?news\\_id=78558ad3-fb05-4263-8909-7a8ee556c77e](https://media.kkr.com/news-details?news_id=78558ad3-fb05-4263-8909-7a8ee556c77e)> und <<https://about.att.com/story/2023/gigapower.html>>.

<sup>14</sup> S. Pressemitteilung von Intel vom 4. Juni 2024, abrufbar unter <<https://newsroom.intel.com/corporate/co-invest-program-news-2024>>.

<sup>15</sup> Vgl. Pressemitteilung der Occidental Petroleum vom 7. November 2023, abrufbar unter <<https://www.oxy.com/news/news-releases/occidental-and-blackrock-form-joint-venture-to-develop-stratos-the-worlds-largest-direct-air-capture-plant/>>.

<sup>16</sup> S. Pressemitteilung der Hydro vom 24. Oktober 2023, abrufbar unter <<https://www.hydro.com/en/global/media/news/2023/hydro-rein-and-macquarie-asset-management-become-partners-to-develop-more-renewable-energy-for-industries/>>.

<sup>17</sup> S. Pressemitteilung von Nestlé vom 21. April 2023, abrufbar unter <<https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/joint-venture-frozen-pizza-europe>>. Nestlé behält eine 50%-Beteiligung. Eine ähnliche Transaktion schlossen Nestlé und PAI bereits 2016 für das Eiscreme-geschäft Froneri ab.

<sup>18</sup> Weitere Beispiele aus dem US-Markt werden erwähnt in der Internet-Publikation der Investmentbank Jefferies, Trend Watch: Partnerships Between Corporations and Private Equity.

Strategische Käufer streben typischerweise langfristiges Ertragswachstum an und Akquisitionen zahlen sich für sie häufig aufgrund erzielter Synergien aus. Private Equity-Käufer streben meist einen kurzfristigeren Exit an, der möglichst sicher, d.h. nicht von der Zustimmung eines Partners mit unterschiedlichen Zielen abhängig sein sollte. Diese divergierenden Ziele unter einen Hut zu bringen, ist nicht einfach. Der PE-Partner wird bei solchen JV-Verträgen auf eine Exit-Möglichkeit bestehen. Diese kann aber etwa auch darin bestehen, dass der PE-Partner nach einer bestimmten Dauer oder beim Erreichen bestimmter Ziele ein Recht hat, einen Exit-Prozess, sei es durch einen Trade Sale oder einen IPO, zu verlangen. Manchmal wird dann dem strategischen Partner ein Auskaufrecht zu einer unabhängigen Bewertung eingeräumt. Ein schwieriges Thema ist vor diesem Hintergrund auch der Grad der Integration des JV-Unternehmens in die Konzernorganisation des strategischen Partners. Einerseits ist diese gewünscht, um Konzernvorteile wahrzunehmen und Synergien zu erzielen, andererseits erschwert sie einen zukünftigen Verkaufsprozess (und auch eine Bewertung dafür). Heikle Abgrenzungen gibt es auch etwa bei dem für Joint Ventures typischen Konkurrenzverbot. Private Equity-Unternehmen tun sich schwer damit, für eine unter Umständen lange Dauer auf potentielle Opportunitäten in ähnlichen Märkten zu verzichten.

Dass solche Transaktionen in letzter Zeit trotzdem häufig vorkommen, kann als Zeichen dafür verstanden werden, dass nicht selten die Vorteile nach der Beurteilung der Marktteilnehmer gegenüber diesen Nachteilen und Hindernissen überwiegen. Der PE-Partner in einem solchen Joint Venture kann an den Synergien teilhaben und für die strategische Entwicklung eines JV-Unternehmens kann sich eine ideale Kombination von Expertise, Managementkapazität sowie gegebenenfalls Distributions- und Beschaffungskanäle ergeben. Bei Carve-out Transaktionen von Geschäftsbereichen kann dank des strategischen Partners der Aufbau einer eigenen autonomen Unternehmensorganisation erleichtert werden. Für den strategischen Partner ist die Zusammenarbeit bei Desinvestitionsprozessen eine zusätzliche Transaktionsalternative, welche gegenüber einem vollständigen Verkauf vorzugswürdig sein kann. Die erwähnten divergierenden Interessen verlangen aber eine eingehende und manchmal komplexe vertragliche Regelung.

### 3. Aktuelle Beispiele aus der Schweiz

Die Schweiz ist weiterhin eine häufige „jurisdiction of choice“ für Joint Ventures, namentlich über hier domizilierte Holdinggesellschaften. Aber auch mit operativen schweizerischen Unternehmen werden regelmässig Joint Ventures abgeschlossen. Die internationalen Trends sind in der Schweiz zwar präsent,

aber (wie häufig) etwas weniger ausgeprägt. Bedeutende und interessante Beispiele sind etwa die folgenden:

- Das im November 2023 abgeschlossene Joint Venture unter der Marke SteelcoBelimed zwischen Metall Zug und Miele im Bereich von Reinigungs-, Desinfektions- und Sterilisationsgeräten für die Industrie (Spitäler, Labore, Pharmaunternehmen etc.), in welches die JV-Partner die jeweiligen Geschäftsbereiche einbrachten. Das grundsätzlich auf mindestens zehn Jahre angelegte Joint Venture wird zu 67% von Miele und zu 33% von Metall Zug gehalten und tritt weitgehend eigenständig am Markt auf, profitiert aber von der Finanzierung durch die beiden Partner. Über einen allfälligen Exit wurde anscheinend nichts Konkretes öffentlich kommuniziert, doch soll eine Verkaufsoption für Metall Zug und eine Kaufoption für Miele vereinbart worden sein. Für Metall Zug als Minderheitspartner ist damit eine strategische Neuausrichtung für ihren Belimed-Geschäftsbereich erfolgt mit der Möglichkeit eines zukünftigen vollständigen Ausstiegs, sei es durch Verkauf oder einen allfälligen zukünftigen Börsengang.
- Das Vierparteien-Joint Venture SMG Swiss Marketplace Group der Anbieter von Online-Marktplattformen (TX Group, Ringier und Mobiliar) zusammen mit General Atlantic, welches gleich eine Anzahl der grossen Online-Handelsplattformen vereinigt und für welches ein Börsengang angestrebt ist.
- Das Joint Venture zwischen Galenica (49%) und der niederländischen, in Frankfurt börsenkotierten Redcare Pharmacy (51%; ehemals Shop Apotheke Europe) im Schweizer Online-Apothekengeschäft. Galenica hält ausserdem eine 10%-Beteiligung an Redcare direkt.
- Das bereits erwähnte Joint Venture zwischen Nestlé und dem französischen Private Equity-Unternehmen PAI Partners im europäischen Pizzageschäft, welches einem ähnlichen Joint Venture von Nestlé mit PAI im Eiscremegeschäft (Froneri) folgt.

### III. Ausgewählte Themen

#### 1. Errichtung

##### a) Rechtsgestaltung

Am Anfang eines Joint Ventures steht meist die Gründung einer neuen Joint Venture-Gesellschaft. Ausnahmen von dieser Regel stellen rein vertragliche

Joint Ventures dar,<sup>19</sup> oder aber die Verwendung einer bereits bestehenden Gesellschaft als Gefäß für die zukünftige Kooperation der JV-Partner.

Die Rechte und Pflichten zur Errichtung werden typischerweise in einem separaten Vertrag der JV-Partner geregelt, der häufig als „Master Agreement“ oder Rahmenvertrag (oder Rahmenerrichtungsvertrag<sup>20</sup>) bezeichnet wird. Die Joint Venture-Gesellschaft ist zum Zeitpunkt des Abschlusses dieses Vertrages oft noch gar nicht gegründet, daher ist sie meist nicht Partei, jedenfalls nicht von Anfang an. Zuweilen wird allerdings vereinbart, dass die Joint Venture-Gesellschaft dem Master Agreement nach ihrer Gründung als Partei beitreten soll. Sie wird aber Partei der sog. „Local Agreements“<sup>21</sup>, welche typischerweise die Leistungen der JV-Partner an die Joint Venture-Gesellschaft zum Inhalt haben. Diese erschöpfen sich manchmal (zumindest im Wesentlichen) im Rahmen der Errichtung, so hinsichtlich der Einlageverträge. Oft haben sie aber auch Dauerschuldverhältnisse zum Inhalt, welche über die Errichtung hinausgehen, so etwa bei Finanzierungsverträgen, Lizenzen, Liefer- oder Abnahmeverträgen etc. Für die Gründung stehen die zu leistenden Einlagen der JV-Partner in die neue Joint Venture-Gesellschaft im Vordergrund. Bei den Einlagen handelt es sich typischerweise um Unternehmen oder Unternehmensteile (oder Anteile an den Unternehmensträgern) oder Aktiven, die für das Joint Venture-Unternehmen wesentlich sind. Werden Anteile (d.h. Beteiligungen an Tochtergesellschaften) eingebracht, so werden oft auch allfällige Aktionärsdarlehen der JV-Partner mit eingebracht. Die vertragliche Mechanik entspricht dabei jener von typischen M&A-Transaktionen mit den Besonderheiten, dass häufig von jedem Partner Gegenstände einzulegen sind und dass es sich rechtlich um Leistungen an eine Drittpartei handelt. Bei Vertragsabschluss werden die Verpflichtungen zur Einlage unter den JV-Partnern vereinbart. Am Closing werden diese an die Joint Venture-Gesellschaft erfüllt und das Joint Venture tritt in die „Lebensphase“, in welcher es mehr oder weniger selbständig als Unternehmen tätig ist und die JV-Partner einerseits allfällige Dauerleistungen an die Joint Venture-Gesellschaft erbringen, andererseits aber untereinander im Rahmen der Governance die Aktivitäten des Joint Venture-Unternehmens mehr oder weniger intensiv steuern.

---

<sup>19</sup> Bei rein vertraglichen Joint Ventures wird keine eigenständige Joint Venture-Gesellschaft gegründet, sondern die Kooperation nur auf vertraglicher Basis vereinbart. Die Ausführungen in diesem Beitrag beziehen sich primär auf sogenannte „Equity Joint Ventures“ mit eigenständiger Joint Venture-Gesellschaft und nicht auf rein vertragliche Kooperationsformen.

<sup>20</sup> Gericke/Dalla Torre, 39.

<sup>21</sup> Auch „Satellitenverträge“ genannt. Siehe dazu auch die Ausführungen in [III.1.d](#).

## b) Leistung der Einlagen

Die Einlagen erfolgen in das Eigenkapital mit oder ohne Ausgabe von Anteilen. In den typischen Fällen handelt es sich um Übertragungen von Unternehmen oder Unternehmensteilen (z.B. Geschäftsbereiche) bzw. der Anteile an Tochtergesellschaften, welche die Unternehmen oder Unternehmensteile halten, und ggf. zugehörigen Gesellschafterdarlehen. Auch andere wesentliche Aktiven (bspw. Immaterialgüterrechte) und Funktionen (bspw. IT-Infrastruktur/ Services) werden am Closing an die Joint Venture-Gesellschaft übertragen.

Bei der Leistung dieser Einlagen steht dabei der wirtschaftliche Leistungsaustausch zwischen den JV-Partnern im Vordergrund. Die Einlagen werden zwar an die in Gründung befindliche oder kurz zuvor gegründete Joint Venture-Gesellschaft erbracht, wirtschaftlich betrachtet erfolgt die Einbringung jedoch „indirekt gegenseitig“, d.h. jeder JV-Partner ist sowohl direkter Veräusserer und indirekter Erwerber. Dabei wird regelmässig ein synallagmatischer Charakter vertraglich vorgesehen und die Leistungen werden am Closing zeitgleich oder rechtlich voneinander abhängig fällig. Konkret erfolgt dies durch Vollzugsbedingungen, d.h. aufschiebende Bedingungen der Vollzugspflicht einer Partei, aber auch durch die gleichzeitige Erfüllung Zug-um-Zug am Closing.<sup>22</sup> Daran ändert sich auch grundsätzlich nichts, wenn diese Einlageleistungen gemäss separaten Unterverträgen (den „local agreements“) erbracht werden. Diese weisen in der Regel eher technischen Charakter auf und die wesentlichen Risikoverteilungsbestimmungen werden im Haupt-Errichtungsvertrag vereinbart.

Bei typischen Joint Ventures, bei denen jeder Partner Geschäftsaktivitäten und/oder Aktiven einbringt, sind daher in Bezug auf die einzulegenden Gegenstände beide JV-Partner gleichzeitig Veräusserer als auch (indirekt) Erwerber, was dem Charakter eines Tauschgeschäfts entspricht. Dieser Ausgangslage entspricht es, dass sich die JV-Partner häufig auf eine zumindest grundsätzliche Gleichbehandlung hinsichtlich Gewährleistung, Schadloshaltungsvereinbarungen, Haftungsumfang und Verhaltenspflichten vor Vollzug einigen. Im Übrigen werfen diese Vertragsthemen ähnlichen Regelungsbedarf auf wie Unternehmens- bzw. Beteiligungskäufe mit der Spezialität, dass die Leistung jeweils an einen Dritten geschuldet ist. Regelungsbedürftig sind namentlich die Fragen, wem Ansprüche auf Durchsetzung des Vertrages und aus Vertragsverletzung zustehen sollen (der Joint Venture-Gesellschaft oder dem bzw. den JV-Partner(n)) und wie ggf. ein Schadenersatzanspruch zu bestimmen ist. Bei den Verträgen im Rahmen der Errichtung wird regelmässig

---

<sup>22</sup> So auch Gericke/Dalla Torre, 45.

ein Erfüllungsanspruch des JV-Partners auf Leistung an die Joint Venture-Gesellschaft vorgesehen, auch wenn die Joint Venture-Gesellschaft Partei des Vertrages (oder echte drittbegünstigte Partei) ist. Für Schadenersatzansprüche aus Gewährleistung stellen sich ähnliche Fragen wie bei Beteiligungskäufen. Denkbar ist ein Anspruch der Joint Venture-Gesellschaft gegen den Partner, dessen Gewährleistungen verletzt sind. Stattdessen ist auch ein anteilmässiger Anspruch des JV-Partners entsprechend seiner prozentualen Beteiligung an der JV-Gesellschaft möglich. In vielen Fällen mag das erste sinnvoller erscheinen, denn wenn die JV-Gesellschaft selbst Vertragspartei oder echt drittbegünstigte Partei ist, stellt der Schadenersatzanspruch des JV-Partners bloss den Sekundäranspruch aus dem nicht erfüllten Primäranspruch dar. Ob die JV-Gesellschaft solche Ansprüche aber ggf. tatsächlich durchsetzen wird, hängt von Umständen ab, welche der JV-Partner vielleicht nicht beeinflussen kann. Nach der Erfahrung des Autors wird in den Errichtungsverträgen daher nicht selten ein anteilmässiger Schadenersatzanspruch des JV-Partners für Gewährleistungsverletzungen des oder der anderen einbringenden JV-Partner(s) vorgesehen, so wie dies häufig bei Beteiligungskäufen bei einem Erwerb von einem kontrollierenden Gesellschafter vorkommt.

### c) Bewertung und „Preisanpassung“

Die Bewertung der zu leistenden Einlagen steht naturgemäss am Anfang der Verhandlungen zwischen den Joint Venture Partnern und indiziert die späteren Beteiligungsquoten an der Joint Venture-Gesellschaft. Einzubringende Geschäfte werden dabei wie bei Unternehmenskäufen meist auf einer „cash-and-debt free“ Basis bewertet und es wird für ein mit einzulegendes Umlaufvermögen bzw. das Umlaufvermögen von einzulegenden Tochtergesellschaften ein Zielwert vereinbart. Mit dem Umlaufvermögen sowie allfälligen Guthaben und Verbindlichkeiten gegenüber eingelegten Tochtergesellschaften sowie eingelegter Liquidität besteht oft eine gewisse Ausgleichsmasse, mit der ein vereinbartes Wertverhältnis der Einlagen erreicht werden kann.

Nachträgliche „Preisanpassungen“, d.h. Ausgleichszahlungen unter den JV-Partnern aufgrund von Wertermittlungen der eingebrachten Einlagen zum Closing oder einem vereinbarten Bewertungsstichtag sind daher nicht allzu häufig. Sie sollen typischerweise keinen Einfluss auf das Beteiligungsverhältnis am Joint Venture haben, denn dieses ist fast immer fest vereinbart, da es natürlich von grosser Bedeutung für die Regelung der Governance- und Exit-Aspekte des Joint Ventures ist. Allfällige Ausgleichungen erfolgen daher meist in Cash oder mit Gutschriften, ggf. auch für zukünftige Leistungen durch den ausgleichungspflichtigen Joint Venture Partner oder dessen Tochtergesellschaften.

#### d) Bereinigung und Entflechtung von Konzernbeziehungen

Wenn Geschäftsteile oder Konzerngesellschaften in das Joint Venture eingebracht werden, stellt sich die Frage, wie mit den bestehenden Konzernbeziehungen umzugehen ist. Um die Eigenständigkeit der Joint Venture-Gesellschaft sicherzustellen, werden diese Konzernbeziehungen, insbesondere bestehende oder fortdauernde Verpflichtungen, in der Regel entweder per Closing oder kurz danach beendet. Lediglich spezifisch vereinbarte Leistungsbeziehungen werden auf Grundlage neuer Verträge fortgeführt. Die Beendigung erfolgt in der Regel mit Saldoklausel bzw. unter gegenseitiger Anerkennung eines bestimmten Saldos.

Nicht selten werden diese Konzernbeziehungen durch den Abschluss von sogenannten „Satellitenverträgen“ in das Joint Venture überführt bzw. neu geregelt. Handelt es sich dabei um Dienstleistungen oder Vertragsbeziehungen, die für die zukünftige Geschäftstätigkeit des Joint Ventures wichtig sind, so muss ihr Ersatz ebenfalls ab Closing sichergestellt sein. Idealerweise wird der erfolgreiche Abschluss der wichtigsten Satellitenverträge daher als Vollzugsbedingung in den (Rahmen-)Errichtungsvertrag eingebaut und die final verhandelten Vertragsentwürfe oder zumindest detaillierte Term Sheets bilden Anhänge des Transaktionsvertrages.

Die Bereinigung von Konzernbeziehungen kann dabei weite Kreise ziehen. Erfordert die Geschäftstätigkeit des Joint Ventures zum Beispiel die Verwendung von Immaterialgüterrechten, welche von einem JV-Partner übertragen werden, müssen die Fragen einer allfälligen Rücklizenzierung, Abgrenzungen bei der Verwendung und die Berechtigung an Neu- und Weiterentwicklungen geklärt und geregelt werden. Ist eine ins Joint Venture eingebrachte Tochtergesellschaft Inhaberin einer Bewilligung, ist zu klären, ob diese Bewilligung nicht auch für andere Geschäftstätigkeiten des einbringenden JV-Partners benötigt wird usw. Gleichzeitig könnte die neue Geschäftstätigkeit des Joint Ventures allenfalls eine Anpassung oder Erweiterung der Bewilligung notwendig machen.

Besonders anspruchsvoll kann die Bereinigung von Konzernbeziehungen hinsichtlich Personal- und Realsicherheiten sein, welche entweder von den einzubringenden Tochtergesellschaften zur Besicherung von Verbindlichkeiten des JV-Partners bzw. dessen nicht einzubringenden Konzerngesellschaften gestellt wurden oder welche umgekehrt vom JV-Partner bzw. dessen nicht einzubringenden Konzerngesellschaften zur Besicherung von Verbindlichkeiten der einzubringenden Tochtergesellschaften gestellt wurden. Hier ist in der Regel die Zustimmung der gesicherten Drittpartei erforderlich. Hinsichtlich der ersten Konstellation (einzubringende Tochtergesellschaft hat Sicherheiten

ten für JV-Partner gestellt) wird im Transaktionsvertrag in der Regel vereinbart, dass der betreffende JV-Partner die Befreiung der einzubringenden Gesellschaften herbeiführen muss bzw. soweit diese nicht erlangt werden kann, dieser die eingebrachte Gesellschaft, die JV-Gesellschaft und den JV-Partner bei einer Belangung schadlos halten muss. Ist die Freigabe der Sicherheit bzw. Entlassung aus Garantien oder Bürgschaften von besonders grosser Bedeutung, kann auch angezeigt sein, dass sie zu einer Vollzugsbedingung gemacht wird. Hinsichtlich der zweiten Konstellation (JV-Partner oder dessen Konzerngesellschaften haben Sicherheiten für einzubringende Tochtergesellschaft gestellt) wird häufig vorgesehen, dass sich das JV-Unternehmen und die Partner um eine Ablösung bemühen, so dass das JV-Unternehmen auf eigenen Füßen steht. Ist dies nicht zu erlangen, wird der JV-Partner, der die Sicherheit stellt, zumindest verlangen, dass die Last der Sicherheit wirtschaftlich anteilmässig von dem oder den anderen JV-Partner(n) mitgetragen wird.

## **2. Finanzierung**

Das Teilen der (ggf. vor allem anfänglichen) Finanzierungslast des JV-Unternehmens unter mehreren Partnern ist häufig eines der zentralen Motive für ein Joint Venture. Dadurch verringert sich das Investitionsrisiko (auch durch die Möglichkeit erhöhter Diversifikation über mehrere Projekte), was insbesondere bei kapitalintensiven Geschäften oder Projekten von erheblicher Bedeutung ist.<sup>23</sup> Dies zeigt sich unter anderem in den häufigen Joint Ventures in den Bergbau- und Energiesektoren, wo sehr grosse Investitionen über einen langen Zeithorizont von der Exploration bis zur Kommerzialisierung bei ungewissem Ausgang erforderlich sind.

### **a) Anfangsfinanzierung und Allgemeines**

Die Anfangsfinanzierung wird typischerweise von den JV-Partnern mittels Geldeinlagen und zusätzlicher Aktionärsdarlehen, häufig proportional zum Kapitalanteil, zur Verfügung gestellt. Der Mix aus Eigen- und Fremdkapital sowie die Bedingungen der Aktionärsdarlehen sind insbesondere im Hinblick auf steuerliche Implikationen (Vermeidung verdeckten Eigenkapitals und geldwerter Leistungen) auszugestalten. Meist gelten für beide bzw. alle finanzierenden Partner identische Bedingungen, insbesondere, dass Zins- und Kapitalzahlungen an einen JV-Partner nur geleistet werden dürfen, wenn sie gleichzeitig auch anteilmässig an den anderen Partner erfolgen. Für den Fall von Anteilsübertragungen wird häufig vereinbart, dass bei einer Übertragung

---

<sup>23</sup> S. zum Ganzen Vantrappen/Deneffe.

von Aktien bzw. Anteilen jeweils auch ein proportionaler Anteil der Darlehen des übertragenden JV-Partners mitübertragen werden muss.

Soll die JV-Gesellschaft von einem Partner oder dessen verbundenen Gesellschaften von Drittparteien gewährte Darlehen übernehmen, so ist dafür in der Regel die Zustimmung des Darlehensgebers erforderlich. Ausserdem sind allfällige Sicherheiten zu entflechten,<sup>24</sup> doch wird eine finanzierende Drittpartei im Anfangsstadium (aber natürlich abhängig von der Bonität der JV-Gesellschaft selbst) u.U. auf Sicherheiten von den JV-Partnern bestehen. Im Verhältnis zwischen den JV-Partnern wird dann meist eine anteilmässige Beteiligung an der Last der Sicherheit vereinbart. Häufig verpflichten sich die JV-Partner ausserdem, ihre Darlehen gegenüber Darlehen von Dritten zu subordinieren. Gemeint ist in der Regel eine bilaterale Nachrangvereinbarung bzw. die Verpflichtung gegenüber dem oder den anderen JV-Partnern, die eigenen Forderungen zugunsten der (ggf. zukünftigen) Finanzierungsparteien zu subordinieren – nicht jedoch ein Rangrücktritt im Sinne von Art. 725b Abs. 4 Ziff. 1 OR.

#### **b) Zusätzlicher Finanzierungsbedarf**

Grundlage der weiteren Finanzplanung des Joint Ventures bildet regelmässig der zwischen den JV-Partnern vereinbarte Businessplan. Im JV-Vertrag wird vereinbart, wie und in welchem Verhältnis solche Finanzierungsleistungen zu erbringen sind, soweit eine Finanzierung von Banken oder anderen Dritten nicht oder nicht zu kommerziell vertretbaren Bedingungen erhältlich ist, wobei unter Umständen auch eine Sicherheit durch einen JV-Partner für eine Drittfinanzierung statt eines Gesellschafterdarlehens vereinbart wird. Finanzierungsleistungen von Partnern erfolgen manchmal auch im Zusammenhang mit dem operativen Geschäft in Form von langfristigen Abnahmeverträgen mit Mindestabnahmen und festen „take-or-pay“ Zahlungsverpflichtungen, insbesondere bei Rohstoff- oder Energieprojekten, so dass ein langfristiger und kontinuierlicher Liquiditätszufluss gesichert ist. Zusätzliche Finanzspritzen erfolgen häufig zeitlich gestaffelt und sind manchmal an Meilensteine der Geschäftsentwicklung des Joint Ventures geknüpft. Eine voraussetzungslose Finanzierungsverpflichtung gegenüber der JV-Gesellschaft wird jedoch meist explizit ausgeschlossen, damit im Falle einer Insolvenz der JV-Gesellschaft nicht eine (allenfalls: zusätzliche) Rechtsgrundlage für Ansprüche der Insolvenzorgane oder der Gläubiger geschaffen wird.

---

<sup>24</sup> S. vorne bei Ziff. [III.1.d](#)).

### c) Disproportionale Finanzierung

Bei Joint Ventures mit gleichartigen oder ähnlichen Einlagen der Partner stellt die anteilmässige Finanzierung durch Aktionärsdarlehen den Regelfall dar. Dem entspricht in der Regel auch, dass die JV-Partner umgekehrt ein Vorrecht beanspruchen, Darlehen an die JV-Gesellschaft zu gewähren, zumindest solange ihre Bedingungen nicht schlechter sind als die Bedingungen von Drittparteien. Als Modelllösung wird in JV-Verträgen oft vorgesehen, dass der Verwaltungsrat der JV-Gesellschaft bei Finanzierungsbedarf, der nicht durch Dritte gedeckt werden kann, ein Finanzierungsbegehren an die JV-Partner richten kann. Aus dem Gesichtspunkt der Organpflichten wird der Verwaltungsrat in einem Bedarfsfall nur schwer darum herumkommen, ein solches Begehren zu stellen, selbst wenn er mit Vertretern der JV-Partner besetzt ist. Für den Fall, dass einer der JV-Partner seinen Anteil der Finanzierung nicht erbringt, wird dem anderen Partner meist ein Recht eingeräumt, für den säumigen Partner einzuspringen und dann überproportional zu finanzieren. Als Ausgleich für den betreffenden JV-Partner können z.B. Kompensationszahlungen des unwilligen Partners und/oder ein Vorrang hinsichtlich Zins und Kapitalrückzahlung des überproportional finanzierenden Partners für den überproportionalen Teil vorgesehen werden. Manchmal wird auch ein Recht des finanzierenden Partners vorgesehen, den überproportionalen Teil zu einer bestimmten Bewertung in Aktien umzuwandeln und damit eine Verwässerung des säumigen Partners (und damit gegebenenfalls auch eine Reduktion dessen Mitwirkungs- und Vetorechte) herbeizuführen.<sup>25</sup> Durch eine allfällige günstige Bewertung kann so eine gewisse Abschreckung der Verweigerung der Mitfinanzierung vorgesehen werden. Wird eine solche Regelung getroffen, so sollte diese natürlich mit den Governance-Bestimmungen des JV-Vertrages abgestimmt sein, d.h. es sollte geklärt werden, ob und wie sich die anteilmässige Reduktion auf die Mitspracherechte auswirkt.

### d) Teilnahme an einem Cash Pool eines JV-Partners

Bei Mehrheits-/Minderheits-Joint Ventures kann die Teilnahme der JV-Gesellschaft bzw. ihrer Tochtergesellschaft an einem Cash Pool des Konzerns des Mehrheits-Partners wünschenswert sein. In einem solchen Fall sollten zumindest die wichtigsten Eckpunkte sowie die Bedingungen der Pool-Darlehen, namentlich hinsichtlich der Marküblichkeit der Verzinsung (bzw. wie diese zu bestimmen ist), im JV-Vertrag festgehalten werden. Vorzuziehen ist es, wenn gleich die Zustimmung der Minderheitsaktionäre zu den Poolverträgen einge-

---

<sup>25</sup> S. auch Gericke/Dalla Torre, 51 und 31.

holt wird.<sup>26</sup> Zu deren Schutz können Limiten vorgesehen werden, z.B. dass die Pool-Guthaben sowie die maximale Haftung unter Garantien oder Solidarhaftklauseln bestimmte Grenzen nicht überschreiten dürfen.<sup>27</sup>

### 3. Governance

#### a) Organe und Organbesetzung

Bei Corporate Joint Ventures sind zweistufige Governance-Strukturen am häufigsten. Sie erlauben es, Vertreter der JV-Partner im Verwaltungsrat Einsitz nehmen zu lassen und dafür der Geschäftsleitung eine unter Umständen hohe Autonomie zu gewähren. Damit sind die JV-Partner nahe am Geschäft und können auf die dem Verwaltungsrat vorbehaltenen Geschäftsentscheide Einfluss nehmen bzw. diese – vertraglich oder durch qualifizierte Mehrheitserfordernisse in den Statuten bzw. Organisationsreglementen – von ihrer Zustimmung abhängig machen. Gleichzeitig wird dadurch im günstigen Fall eine gewisse „Abschirmung“ des Managements von den Eigeninteressen der JV-Partner erreicht. In der Praxis ist es daher üblich, dass die Zusammensetzung des Verwaltungsrates anteilmässig die Beteiligung der JV-Partner widerspiegelt.

In JV-Verträgen werden häufig Beiräte, Steering Committees und ähnliche Gremien vorgesehen, vor allem für die Aufbauphase, manchmal aber auch als ständige Gremien. Dies kann aus Gründen der Kommunikation, Koordination, Information und Projektführung auch sinnvoll sein. Dienen diese Organe der Willensbildung der JV-Gesellschaft, so können deren Teilnehmer als faktische Organe der JV-Gesellschaft qualifizieren, womit sie sich der Organhaftung exponieren.<sup>28</sup> Aus der Sicht des Rechtsberaters sind die Gründe für solche dauernden Gremien häufig nicht überzeugend und es wäre oft sinnvoller, solche Aufgaben direkt im Verwaltungsrat der JV-Gesellschaft anzusiedeln, um eine Kongruenz von formeller Organschaft mit der faktischen Befassung zu erreichen. Für technische und operative Aspekte, namentlich etwa die Zusammenführung von Knowhow und Personal in einem neuen JV-Unternehmen, sprechen aber keine solche rechtlichen Gründe dagegen.

---

<sup>26</sup> Dazu etwa Jagmetti, 329 f. (nicht spezifisch auf Joint Ventures bezogen).

<sup>27</sup> Solche Limiten und ähnliche Schutzvorkehrungen sind (unter anderem) auch aus dem Gesichtspunkt des Kapitalschutzes ratsam.

<sup>28</sup> Das Risiko ist bei einem Joint Venture in der Regel praktisch auf die Haftung im Konkursfall beschränkt, weil alle Aktionäre im JV-Vertrag dieser „Anmassung“ von Organfunktionen zustimmen. Zur Problematik s. etwa Forstmoser/Küchler, Rz. 388 f.

## b) Interessenkonflikte

Das Problem von Interessenkonflikten bei Organmitgliedern, die von den JV-Partnern in die Organe eines Corporate Joint Venture entsandt werden, ist strukturell fast unvermeidbar. Dies liegt oft schon daran, dass meist für eine gewisse Dauer (oder sogar ständig) eine wesentliche kommerzielle Beziehung des JV-Unternehmens zu einem oder mehreren Partnern besteht und die entsandten Personen fast immer Vertreter des Managements des JV-Partners und als solche diesem gegenüber zur Interessewahrung verpflichtet sind. In den JV-Verträgen wird nach der Wahrnehmung des Autors das Problem meist nur dadurch geregelt, dass eine Weisungsbindung dieser Organmitglieder gegenüber dem ernennenden JV-Partner zumindest mit einem „fiduciary out“ versehen bzw. auf das rechtlich zulässige Mass reduziert wird. Für die betreffenden Personen wird das Dilemma dadurch nicht einfacher: Sie müssen die heikle Beurteilung vornehmen, ob ihr Handeln mit ihren Organpflichten gegenüber der JV-Gesellschaft vereinbar ist. Bei Streitigkeiten in Joint Ventures, vor allem wenn nur zwei Partner beteiligt sind, wird den Vertretern des gegnerischen JV-Partners häufig vorgeworfen, sie würden interessewidrig handeln und für Verwaltungsratsbeschlüsse wird ihr Ausstand gefordert. Zuweilen erfolgen solche Vorwürfe sogar gegenseitig.

Solange es in solchen Fällen „nur“ um den bereits in der JV-Struktur angelegten Interessenkonflikt geht, bei dem die Verwaltungsratsmitglieder der JV-Gesellschaft als Interessenvertreter der JV-Partner fungieren, Transparenz darüber besteht und keine Ansprüche von Gläubigern (oder der Gesellschaft in der Insolvenz) betroffen sind, sollte man m.E. in solchen Konstellationen einen nicht allzu strengen Massstab anlegen. Die JV-Partner werden sich in der Regel in Kenntnis dieser Umstände auf das Joint Venture eingelassen und die Organbesetzung mit Interessenvertretern beider Partner vorgesehen haben. Doch können trotzdem heikle Situationen entstehen, z.B. wenn ein Vertreter im Verwaltungsrat aus seiner Tätigkeit bei einem JV-Partner über Kenntnisse verfügt, welche er dem Verwaltungsrat der JV-Gesellschaft vorenthält, oder er Geschäftsoportunitäten des JV-Unternehmens nicht ergreift, weil sie mit den Absichten des JV-Partners kollidieren könnten. Auch sind solche Erwägungen nicht stichhaltig, wenn es zur Insolvenz des JV-Unternehmens kommt und Gläubiger Verantwortlichkeitsansprüche geltend machen.

In einem gewissen Mass lassen sich aber Interessenkonfliktsituationen durch geeignete vertragliche Regelungen adressieren:

- Berührungspunkte und Überschneidungen der Geschäftstätigkeit und dadurch möglicherweise entstehende Interessenkollisionen lassen sich oft schon früh erkennen. Im JV-Vertrag können die Parteien Abgrenzungen

vornehmen, welche Geschäftsbereiche ausserhalb der Tätigkeit des JV-Unternehmens bleiben sollen.

- Die Bedingungen der direkten Geschäftsbeziehungen zwischen einem JV-Partner und dem JV-Unternehmen sollten schon beim Abschluss festgelegt werden. Zum Teil kann dies durch Bezugnahme auf bekannte Marktstandards geschehen. Sind Verhandlungen nötig, so muss festgelegt sein, dass diese für das JV-Unternehmen von Personen geführt werden, welche vom betreffenden JV-Partner unabhängig sind. Dies können in solchen Szenarien die Vertreter des anderen JV-Partners sein.
- Es ist unter diesem Aspekt häufig wünschenswert, eine starke, von den JV-Partnern unabhängige Geschäftsleitung zu schaffen und ihr in erheblichem Umfang Kompetenzen zu delegieren.<sup>29</sup>
- Zumindest solange ein konkreter Interessenkonflikt transparent gemacht wurde, kann eine Genehmigung des Geschäfts durch die JV-Partner auf Gesellschafterstufe eine Lösung für den Interessenkonflikt der Verwaltungsratsmitglieder sein.

### c) Vetorechte und Pattsituationen

Nicht überraschend werden bei 50:50-Joint Ventures regelmässig viele Entscheidungen einem Einstimmigkeitserfordernis unterstellt, auch solche auf Ebene des Verwaltungsrates. Für diesen wird häufig eine paritätische Besetzung vorgesehen und der Stichtscheid des Vorsitzenden ausgeschlossen. Die Möglichkeit einer Blockierung der Willensbildung ist damit ein Stück weit in der Struktur angelegt.

Bei Mehrheits-/Minderheits-Joint Ventures sind Vetorechte für den oder die Minderheits-Partner für Grundsatzentscheidungen wie wesentliche Änderungen des Geschäftsfeldes, Zulassung neuer JV-Partner, Änderungen der Finanzierung oder der Dividendenpolitik und auch wesentliche Akquisitionen und Veräusserungen meist unumstritten. Sie werden aber umgekehrt oft hart verhandelt, soweit sie echte Geschäftsentscheidungen wie etwa das Budget, Investitionen und Ernennungen betreffen. Meist sind Vetorechte so ausgestaltet, dass es bei einem „Nein“ bleibt, d.h. dass keine Möglichkeit des Überwindens des Vetos besteht.<sup>30</sup> Dies ist unpraktisch bei Entscheidungen, die aus praktischen oder rechtlichen Gründen gefasst werden müssen, wie

---

<sup>29</sup> Auch unter dem Aspekt der Vermeidung von Pattsituationen (dazu sogleich im Text); s. Gericke/Dalla Torre, 52.

<sup>30</sup> Ebenso Gericke/Dalla Torre, 51 m.w.H. zu der Frage der Zulässigkeit von Einstimmigkeitserfordernissen.

z.B. hinsichtlich des Budgets und Ernennungen. Zumindest in solchen Fällen wäre es sinnvoll, Regelungen zur Lösung der Pattsituation oder zumindest Übergangslösungen vorzusehen, doch geschieht dies nach der Erfahrung des Autors häufig nicht.

Es gibt natürlich keine Patentrezepte für die Lösung von Pattsituationen, aber mit wenig Aufwand lassen sich immerhin massvolle Ansätze verfolgen. So können etwa vertragliche Eskalationsverfahren mit Verhandlungspflichten vorgesehen werden,<sup>31</sup> welche erfahrungsgemäss von den Parteien nicht leichtfertig missachtet werden. Durch einen vertraglich verlangten Einbezug einer höheren Hierarchiestufe kann ein gewisser Einigungsdruck geschaffen werden. Für manche Entscheidungen kann man Auffanglösungen vorsehen, namentlich kann etwa für das Budget die Weitergeltung des alten Budgets (ggf. mit einer gewissen Erhöhung) vorgesehen werden, für den Fall, dass keine andere Einigung zustande kommt. Für Entscheidungen über neue Projekte oder Investitionen kann es eine Lösung sein, dass ein JV-Partner, der sich für ein bestimmtes Projekt ausgesprochen hat, berechtigt wird, das betreffende Projekt selbst (oder mit Dritten) zu verfolgen, wenn kein positiver Entscheid im Rahmen des Joint Ventures getroffen wird. Eine Mediation durch eine branchenkundige, erfahrene Persönlichkeit ist ebenfalls eine „nichtradikale“ Lösung, auf die sich Parteien zuweilen einigen und welche ein geringes Risiko von Überraschungen birgt. Ein „Schiedsentscheid“ durch einen Dritten<sup>32</sup> ist dagegen kaum je sinnvoll, denn es handelt sich ja in der Regel um Geschäftsentscheide, für welche es selten eine objektiv richtige und im Voraus bestimmte Lösung gibt, und der Dritte dürfte kaum je in einer besseren Position sein, um den „besten“ Entscheid zu treffen. Der manchmal auch diskutierte Losentscheid mag immerhin dadurch sinnvoll sein, dass beide oder alle Parteien diesen Ausgang vermeiden wollen und dadurch wiederum ein Einigungsdruck entsteht. In der Praxis kommt dies aber nach der Erfahrung des Autors kaum je vor.

Die in der Literatur besprochenen „radikalen“ Lösungen für Pattsituationen („deadlock devices“) sind meist Exit-orientiert und primär als ultima ratio bei 50:50 Joint Ventures gedacht. Auf sie wird hinten bei Ziff. [III. 4.b](#)) eingegangen.

---

<sup>31</sup> S. etwa die Formulierungsvorschläge bei Ritz, 70 ff.

<sup>32</sup> Dazu etwa Knobloch, 563 m.w.H.

## 4. Beendigung und Exit

### a) Dauer und Kündigung des JV-Vertrages

Die Rechtsfragen im Zusammenhang mit der Dauer und Kündigung von JV-Verträgen (und auch Aktionärsbindungsverträgen) sind von einigen Unsicherheiten geprägt, was zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass JV-Verträge nach einem Teil der Lehre als einfache Gesellschaften zu qualifizieren sind.<sup>33</sup> Dies ist manchmal unpassend oder unerwünscht<sup>34</sup> (was meist nicht bestritten wird) und scheint zumindest in einem Teil der Lehre zu einer gewissen argumentativen „Flucht“ aus dem Recht der einfachen Gesellschaft oder dem Eintreten für punktuelle „Korrekturen“ zu führen. Man ist sich aber weitgehend einig, dass man bei der Vertragsverhandlung und -redaktion mit einer Qualifikation als einfache Gesellschaft rechnen muss.

Namentlich aufgrund einer Qualifikation als einfache Gesellschaft ergeben sich die folgenden Themen:

- Falls der Vertrag als auf unbestimmte Dauer abgeschlossen angesehen wird und keine abweichende Regelung getroffen wird, hat jede Partei das Recht zur ordentlichen Kündigung mit sechsmonatiger Frist gemäss Art. 546 Abs. 1 OR. Das ist für ein Joint Venture fast immer viel zu kurz. Dieses Problem stellt sich in der Praxis vor allem dann, wenn man (wie es häufig bei JV-Verträgen und Aktionärsbindungsverträgen geschieht) den JV-Vertrag auf die Dauer der JV-Gesellschaft befristet. Daraus ergibt sich meist kein absehbarer Zeitpunkt, denn die JV-Gesellschaft ist in der Regel ihrerseits auf unbestimmte Dauer errichtet. Daraus schliesst ein Teil der Lehre, dass in einem solchen Fall das ordentliche Kündigungsrecht mit sechsmonatiger Frist zur Anwendung komme.<sup>35</sup>
- Die Befristung (für jeden Partner) auf die Dauer der Gesellschaftereigenschaft kann ähnliche Probleme aufwerfen,<sup>36</sup> weil meist praktisch keine kurzfristige Veräusserungsmöglichkeit besteht (und auch nicht bestehen

---

<sup>33</sup> Für eine Übersicht der Rechtsprechung und der Lehrmeinungen per Stand 2012 s. Gericke/Dalla Torre, 41 ff., aus der späteren Literatur s. insbes. Forstmoser/Küchler (zu Aktionärsbindungsverträgen allgemein) Rz. 145 ff.

<sup>34</sup> Dies betrifft nicht nur die Regeln über die Dauer und Beendigung, sondern etwa auch das Fehlen der Einrede des nicht erfüllten Vertrages nach Art. 82 OR.

<sup>35</sup> Namentlich von der Crone, Rz. 2102; a. M. Forstmoser/Küchler, Rz. 1800 (je für Aktionärsbindungsverträge) sowie Gericke/Dalla Torre, 58 bei Fn. 116 (für JV-Verträge), welche das Problem ausschliesslich unter dem Aspekt von Art. 27 Abs. 2 ZGB beurteilen wollen.

<sup>36</sup> S. etwa Ritz, 94; von der Crone, Rz. 2103; Gericke/Dalla Torre, 59 m.w.H.

soll, das Joint Venture ist ja fast immer auf lange Dauer angelegt) zumindest nicht zu einem angemessenen Preis.

- Eine vereinbarte Dauer bzw. die fehlende Möglichkeit einer ordentlichen Kündigung bzw. Veräusserung der Aktien (und damit Beendigung) kann gegen das Verbot übermässiger Bindung von Art. 27 Abs. 2 ZGB verstossen, woraus sich nach der jüngeren Rechtsprechung im Ergebnis ein Beendigungsrecht wegen übermässiger Bindung ergibt.<sup>37</sup>

In der Vertragspraxis werden diese Probleme häufig mit einer nach Jahren bestimmter Mindestdauer gelöst, welche mit einer automatischen Verlängerung um bestimmte Perioden ergänzt wird, falls keine Kündigung zum Ende der Mindestdauer oder einer Verlängerungsperiode erfolgt. Hinzu kommen ausserordentliche Kündigungs- bzw. Ausschlussmöglichkeiten, typischerweise wegen Insolvenz, wesentlicher Vertragsverletzung und allenfalls Kontrollwechsel der anderen Partei. Diese ausserordentlichen Kündigungsrechte werden häufig ergänzt durch ein Auskaufrecht des oder der verbleibenden Partner(s) zu einem Preis gestützt auf eine aktuelle Bewertung (und allenfalls aufgeschobene Zahlungsfristen), im Falle von wesentlicher Vertragsverletzung manchmal mit einem Einschlag auf den im Übrigen gemäss einer unabhängigen Bewertung (nach mehr oder weniger spezifischen Bewertungsregeln) zu bestimmenden Kaufpreis.

Was die unter dem Aspekt von Art. 27 Abs. 2 ZGB zulässige Höchstdauer betrifft, so besteht grosse Unsicherheit, denn es geht um eine Einzelfallentscheidung und was für ein bestimmtes Joint Venture die zulässige Höchstdauer ist, lässt sich nicht mit Gewissheit sagen. Ob eine übermässige Bindung besteht, hängt nicht nur von der vereinbarten Dauer ab, sondern ganz wesentlich davon, wie weit die Parteien in ihrer (wirtschaftlichen) Freiheit durch die vertraglichen Pflichten tatsächlich eingeschränkt werden. Dies wiederum hängt von vielen Umständen ab, namentlich wie einschneidend sich Vertragspflichten auf die JV-Partner auswirken. Bei Unternehmen, die neben einem bestimmten Joint Venture noch diverse andere Aktivitäten verfolgen, dürften die Anforderungen sehr hoch liegen,<sup>38</sup> zumal die Rechtsprechung bei den (hier in der Regel allein relevanten) Einschränkungen der wirtschaftlichen Freiheit nur

---

<sup>37</sup> BGE 129 III 209; Urteil des Bundesgerichts 4A\_45/2017 vom 27. Juni 2017 und dazu Reichmuth/von der Crone, 703 ff.

<sup>38</sup> Für eine Übersicht über massgebende Faktoren s. etwa Forstmoser/Küchler, Rz. 1919 (für Aktionärsbindungsverträge) m.w.H. auf Rechtsprechung und Lehrmeinungen.

mit grosser Zurückhaltung eine übermässige Einschränkung annimmt.<sup>39</sup> Obwohl bei Joint Ventures durchaus sehr lange Vertragsdauern vereinbart werden (z.B. für den Abbau von Kies und die Gewinnung von Energie, und allgemein im Bereich des Bergbaus und bei Energieprojekten), ergeben sich in der Praxis eher selten Probleme. Bei Joint Ventures, die auf sehr lange Dauer angelegt sind, sollte diesem Thema im Rahmen der Beratung angemessene Beachtung geschenkt werden.

## b) Exitlösungen

Bei einer Beendigung des Joint Venture ist in den allermeisten Fällen eine Bereinigung der Gesellschafterstruktur vorgesehen und damit ein Exit aus der Investition für mindestens einen der JV-Partner. Bei Mehrheits-/Minderheits-Joint Ventures zielen die vertraglichen Exitlösungen bei Beendigung des Joint Ventures naturgemäss häufiger auf den Auskauf des Minderheits-Partners durch den Mehrheits-Partner ab. Es wird dann etwa vorgesehen, dass die Beendigung zu einem Kaufrecht des einen Partners bzw. einem Verkaufrecht des anderen Partners führt. Das Regelungsthema (bzw. ggf. Streitthema) verschiebt sich dann hin zur Bewertung bzw. Preisbestimmung. Ist hingegen die „Rollenverteilung“ weniger klar und haben beide oder mehrere Partner ein starkes Interesse an einer (Voll-)Übernahme, so können die in der Literatur diskutierten Ausstiegsklauseln, wie sie auch für Pattsituationen erwogen werden, eine sinnvolle Lösung sein.<sup>40</sup> Solche Ausstiegsklauseln sehen meist auch einen Auskauf des einen JV-Partners durch den anderen vor,<sup>41</sup> manchmal auch einen Verkauf des JV-Unternehmens im M&A-Markt. In der einfachsten (und radikalsten) Form einer Buy/Sell-Exitklausel stellt der eine ( anbietende) Partner einen Preis, worauf der andere wählen kann, ob er zu diesem Preis seine Aktien verkaufen oder umgekehrt die Aktien des Anbietenden kaufen will. Sie zielen darauf ab, eine faire und effiziente Veräusserung unter zumindest angemessener Realisierung des Unternehmenswerts herbeizuführen.

Ist das JV-Unternehmen weitgehend autonom, so dürfte allerdings ein Auktionsverfahren für das ganze Unternehmen unter Beteiligung (auch) interessierter Dritter als Bieter unter dem Aspekt der Optimierung oft die überlegene Lösung sein. Dabei muss in Kauf genommen werden, dass die JV-Partner

---

<sup>39</sup> Nach der Formulierung des Bundesgerichts ist vorausgesetzt, dass die vertragliche Einschränkung „den Verpflichteten der Willkür eines anderen ausliefert, seine wirtschaftliche Freiheit aufhebt oder eine einem Masse einschränkt, dass die Grundlagen seiner wirtschaftlichen Existenz gefährdet sind“ (BGE 114 II 159 E. 2a, ähnlich BGE 138 III 322 E. 4.3.2).

<sup>40</sup> Beispiele für solche Buy/Sell-Klauseln und den verschiedenen Varianten werden etwa dargestellt und besprochen bei Ritz, 74 ff.; Knobloch, 562 f.; von der Crone, Rz. 2115.

<sup>41</sup> Bei Mehrparteien-JVs sind solche Mechanismen naturgemäss noch komplizierter.

selbst als Bieter den Vorteil haben, das Unternehmen besser zu kennen. Ein Stück weit lässt sich dies etwa durch Vendor Due Diligence Reports u.ä. kompensieren. Für einen JV-Partner, der willens ist, das Joint Venture weiterzuführen bzw. im JV-Unternehmen investiert zu bleiben, ist eine solche Lösung aber häufig inakzeptabel. Bieterverfahren unter den JV-Partnern haben dagegen naturgemäß den Nachteil, dass sich der „Bietermarkt“ auf die JV-Partner beschränkt. Sie können aber viel schneller und mit weniger Transaktionsunsicherheit zum Abschluss gebracht werden, denn ein eigentlicher Transaktionsprozess mit Marktansprache und Due Diligence ist für die beteiligten JV-Partner nicht nötig.

In manchen Fällen ist aber auch ein Verkauf der Beteiligung eines Partners am JV-Unternehmen an Dritte nicht ausgeschlossen, sei es infolge eines Bieterverfahrens oder als zwischen den Parteien verhandelte Lösung. Solche Exit-Transaktionen kommen vor allem dort vor, wo ein JV-Partner primär eine finanzierende Rolle als Investor wahrnimmt und keine bedeutenden operativen Beziehungen zwischen dem ausstiegswilligen Partner und dem JV-Unternehmen bestehen (oder nur solche, welche auch von einem Dritten übernommen werden können, wie z.B. die Abnahme bestimmter Rohstoffe oder Energie). Eine solche Konstellation kann sich auch in Fällen ergeben, in denen die Rolle der JV-Partner mit zunehmender Verselbständigung des JV-Unternehmens im Lauf der Zeit eine passivere wurde. Soll die Option eines Beteiligungsverkaufs durch einen JV-Partner und damit eine beschränkte Liquidität des Investments realistisch ermöglicht werden, so sollten im JV-Vertrag dafür die Voraussetzungen geschaffen werden. Ein ausstiegswilliger JV-Partner sollte dann ein Recht haben, einen Verkaufsprozess für seinen Anteil oder einen Teil davon zu initiieren und durchzuführen und eine Marktansprache und Due Diligence zu ermöglichen. Ausserdem sollten dann die Bedingungen des JV-Vertrages möglichst in einer Weise abgefasst sein, dass sie auch für Dritte annehmbar sind. Die Interessen des verbleibenden Partners können dadurch geschützt werden, dass Kriterien und Ausschlussgründe für mögliche Kaufinteressenten vereinbart werden. Diese Bestimmungen müssen mit einem allfälligen (häufig vereinbarten) Vorkaufsrecht oder Kaufrecht des oder der verbleibenden JV-Partner koordiniert werden. Für ein Bieterverfahren mit Beteiligung Dritter ist ein Vorkaufsrecht des JV-Partners hinderlich, denn die Bieter müssen damit rechnen, dass sie trotz des höchsten Gebotes (und Aufwand und Kosten für den Transaktionsprozess) am Schluss nicht zum Zug kommen. In einem gewissen Mass lässt sich dies durch die Ausgestaltung des Vorkaufsrechts mildern, etwa indem der verbleibende Partner sich bereits in einem frühen Stadium über die Ausübung aussprechen oder an dem Bieterverfahren teilnehmen muss. Auch Regelungen, wonach einem „frustrierten“ Bieter ein gewisser Kostenersatz für den Fall der Ausübung des Vorkaufsrechts zugesagt wurde,

kommen vor. Diese Regeln können aber natürlich allesamt nicht vermeiden, dass der oder die verbleibenden JV-Partner einen erfolgreichen Verkauf an einen Dritten behindern können, schon allein dadurch, dass sie diesem zu erkennen geben, er sei nicht willkommen.

Bei Call- und Put-Optionen wird in der Regel eine Unternehmensbewertung vertraglich als Preisgrundlage vorgesehen. Können sich die Parteien nicht einigen, wird der Wert (und auf dessen Grundlage der Preis) von einem Experten als Schiedsgutachter bestimmt. Legt man sich auf eine konkrete Bewertungsformel fest, so erhöht sich die Vorhersehbarkeit, doch kann die damit einhergehende Einschränkung auch als starr erscheinen. In vielen Fällen wird die gleiche Bewertungsmethode, wie sie bei Errichtung des Joint Venture angewandt worden ist, vorgesehen.<sup>42</sup> Für Bewertungsstreitigkeiten kann auch eine Lösung im Sinne der sog. Pendelschlichtung, „Final Offer Arbitration“ oder „Baseball Arbitration“ vorgesehen werden.<sup>43</sup> Dabei hat der Schiedsrichter bzw. Experte entweder eines der von jeder Partei gemachten finalen Angebote so wie es vorliegt auszuwählen und zum verbindlichen Entscheid zu erklären (ohne dass er selbst einen Wert oder Betrag bestimmt) oder aber es wird von einem neutralen Experten eine Bewertung oder Betragsbestimmung festgelegt, ohne dass dieser die finalen Positionen der Parteien kennt. Der Schiedsrichter bestimmt dann lediglich, welches der beiden finalen Angebote näher bei der Position des Experten liegt, und erklärt dieses zum verbindlichen Entscheid. Diese Verfahren sollen massvolles Verhandeln fördern und überzogene Forderungen abschrecken, was zu einer rascheren Einigung führt. Sogenannte Ankereffekte und die mögliche Tendenz eines Schiedsgutachters, die Differenz in den Positionen der Parteien hälftig zu teilen, werden so eliminiert oder können gar nicht entstehen. Für Bewertungsstreitigkeiten werden diese Methoden als sinnvoll anerkannt. Für Verhandlungen über Streitigkeiten, die davon abhängig sind, wie bestimmte Tat- und Rechtsfragen entschieden werden, ist die Methode hingegen kaum geeignet.<sup>44</sup> Ungeachtet des breiten Konsenses

---

<sup>42</sup> Namentlich für Wachstumsunternehmen kann dies aber unpassend sein, weil das dereinst reifere JV-Unternehmen nach seiner Wachstumsphase allenfalls nach anderen Kriterien zu bewerten ist.

<sup>43</sup> Beispielklausel und Erläuterungen bei Ritz, 79; anschaulich erklärt von Gafni m.w.H.; s. auch Gericke/Dalla Torre, 63. Die Methode findet nicht nur bei Lohnstreitigkeiten im amerikanischen Major League Baseball Anwendung, sondern teilweise auch bei anderen Tarifverhandlungen im kollektiven Arbeitsrecht in den USA, Grossbritannien und weiteren Ländern.

<sup>44</sup> Als Beispiel sei der Fall Swatch/Tiffany erwähnt. Als 2011 das Joint Venture der Swatch Group mit Tiffany & Co. scheiterte, verlangte jede Partei von der anderen Schadenersatz für behauptete entgangene Gewinne, weil die jeweils andere das Scheitern zu vertreten habe. Swatch verlangte USD 3.8 Mia. und Tiffany verlangte USD 541.9 Mio. Das Schiedsgericht sprach Swatch USD 450 Mio. zu und wies Tiffanys Klage ab. Wären die beiden Rechts-

über ihre Eignung sieht man nach der Erfahrung des Autors hierzulande solche Klauseln nicht oft.

Zur Erzielung eines angemessenen Exit-Preises können auch Earn-out-Klauseln (allenfalls auch negative) hilfreich sein. Ist das ehemalige JV-Unternehmen in den Händen des übernehmenden Partners schon kurz nach dem Auskauf besonders erfolgreich, so partizipiert der ausgestiegene JV-Partner davon. Ein ähnliches Ziel verfolgen Preisanpassungsklauseln für den Fall eines kurzfristigen lukrativen Weiterverkaufs (*on-sale adjustment* oder *anti-embarrassment clause*). Umgekehrt sieht man manchmal Bestimmungen, wonach der übernehmende Partner das Recht hat, den Kaufpreis in Raten zu entrichten, vor allem, wenn der Auskauf die Folge einer ungeplanten Beendigung war.

Sollen Ausstiegsklauseln bei gewissen vertraglich umschriebenen Fällen von Pattsituationen zur Anwendung kommen, so ist es oft schwierig, das auslösende Ereignis (den „Trigger“) angemessen zu definieren. Dabei sollte bedacht werden, dass es ein JV-Partner unter Umständen in der Hand hat, dieses Ereignis gerade herbeizuführen. Einfache Lösungen (wie etwa nach dreimaligem Ausüben des Vetorechts innerhalb einer gewissen Periode) sind wenig überzeugend.

Bei der Kritik an den zuweilen etwas dramatisch präsentierten Ausstiegsklauseln<sup>45</sup> sollte nicht übersehen werden, dass solche Bestimmungen erfahrungsgemäss oft in Ermangelung einer besseren Lösung im Vertrag vereinbart werden. Dass wir sie in der Praxis nicht oft angewendet sehen, schliesst nicht aus, dass sie nicht trotzdem eine gewisse Wirkung auf die Parteien hatten, indem sie die Parteien einem gewissen Einigungsdruck ausgesetzt oder sie wenigstens zu massvollem und vernünftigen Verhandeln bewegt haben.

## 5. Krise und Insolvenz

### a) Beendigung und Erwerbsrechte bei Beendigung

Viele JV-Verträge mit nur zwei Partnern sehen vor, dass der Vertrag bei Insolvenz einer Partei von der anderen Partei beendet werden kann oder dass

---

begehren die finalen Angebote von Swatch und Tiffany bei einer Final Offer Arbitration gewesen, dann wäre Swatch leer ausgegangen. Allerdings hätte das Verfahren vielleicht dazu geführt, dass jede Partei einen geringeren Betrag verlangt hätte bzw. Tiffany vielleicht auf den Gegenanspruch verzichtet hätte (was sie vielleicht in Vergleichsgesprächen auch getan haben). Zu diesem illustrativen Fall über die rechtliche Auseinandersetzung nach dem Scheitern eines Joint Venture s. Schenker, 547 ff.

<sup>45</sup> Etwa bei Gericke/Dalla Torre, 62.

er automatisch endet. Bei Joint Ventures mit mehreren Partnern wird manchmal ein (automatisches) Ausscheiden eines insolventen Partners vorgesehen. Parallel dazu hat oder haben der oder die verbleibenden Partner in der Regel ein Kaufrecht. Die Vereinbarung eines Kündigungsrechts oder auch einer automatischen Beendigung sind sowohl für den Konkursfall wie für den Fall einer Nachlassstundung nach h. L. zulässig und wirksam.<sup>46</sup>

In der Regel sehen JV-Verträge in der Folge einer solchen Kündigung ein Erwerbsrecht des oder der anderen Partei(en) vor. Nach der Erfahrung des Autors werden diese Erwerbsrechte bei Insolvenz meist (und zu Recht) zu einem Preis vorgesehen, welcher dem inneren Wert (oder Marktwert) entspricht. Bestimmungen, wonach die Aktien oder Anteile des insolventen JV-Partners zu einem tieferen Wert übernommen werden dürfen, dürften im Konkursfall nach Art. 250 Abs. 2 OR dahinfallen<sup>47</sup> bzw. jedenfalls paulianisch anfechtbar sein. Die Realerfüllung durch eine konkursite Partei setzt ausserdem voraus, dass die Konkursverwaltung gemäss Art. 211 Abs. 2 SchKG ihr Erfüllungsrecht ausübt<sup>48</sup>, denn grundsätzlich werden Vertragspflichten auf Realleistungen mit dem Konkurs in Geldforderungen umgewandelt. Lautet der Kaufpreis (Ausübungspreis) auf einen Marktwert (z.B. anhand einer Bewertung), so bestehen in der Praxis oft gute Gründe dafür, die Forderung real zu erfüllen. Ein alternatives Vorgehen, nämlich Umwandlung der Forderung des ausübenden JV-Partners in eine Geldforderung (als Konkursforderung) und Verkauf der Beteiligung am JV-Unternehmen an Dritte im Rahmen der Verwertung der Konkursmasse, ist in der Praxis oft mit Schwierigkeiten verbunden und birgt das Risiko, dass der Erlös geringer ausfällt.<sup>49</sup>

Im Fall einer Nachlassstundung ist der weitere Gang des Verfahrens häufig noch unbestimmt und die Situation präsentiert sich für alle beteiligten Parteien daher meist noch unsicherer. Der Sachwalter hat gemäss Art. 297 Abs. 9 SchKG das Recht, Forderungen auf Sachleistungen in Geldforderungen umzuwandeln. Diese Geldforderung gilt dann als Nachlassforderung. Es ist aber zum Zeitpunkt der Nachlassstundung meist noch unklar, was für einen Ausgang das Nachlassverfahren nimmt. Wird umgewandelt und kommt es zu einem Nachlassvertrag mit Vermögensabtretung oder einem Konkurs, so präsentiert sich die Lage äh-

---

<sup>46</sup> Für den Konkurs: BSK SchKG-Fischer, Art. 211, Rz. 36 f. m.w.H. Dies gilt nach der h.L. auch, wenn die Konkursverwaltung gestützt auf Art. 211 Abs. 2 SchKG in den Vertrag eingetreten ist (wo dieses Recht anwendbar ist), Staehelin, 367 f. m.w.H. auf abweichende Meinungen; Lorandi, 1215. Für das Nachlassverfahren: Lorandi, 1215 f. m.w.H.

<sup>47</sup> Staehelin, 369 f.

<sup>48</sup> Dabei geht es um die Erfüllung des durch die Ausübung des Kaufrechts entstandenen Kaufvertrages, nicht um die Erfüllung des JV-Vertrages.

<sup>49</sup> Siehe hinten Ziff. [III.5.d](#).

lich wie im Konkursfall. Kommt es hingegen zu einer Aufhebung der Stundung und Sanierung, so wäre der volle umgewandelte Geldanspruch zu leisten, der aber unter Umständen mit dem Kaufpreis (Ausübungspreis) verrechnet werden kann. Die Realerfüllungspflicht des in Nachlassstundung befindlichen JV-Partners besteht zwar grundsätzlich weiter (wenn das Umwandlungsrecht von Art. 297 Abs. 9 SchKG nicht ausgeübt wird), doch wird der Verkauf regelmässig nach Art. 298 Abs. 2 SchKG die Zustimmung des Nachlassgerichts (oder eines Gläubigerausschusses) voraussetzen. An dieser hat aber auch der kaufende JV-Partner ein Interesse, denn sie schützt ihn vor einer allfälligen paulianischen Anfechtung in einem späteren Konkurs oder einer Nachlassvertrag mit Vermögensabtretung gestützt auf den Vorwurf eines angeblichen Missverhältnisses der Werte der Leistungen.<sup>50</sup> Wird der JV-Vertrag nicht gemäss seinen Bestimmungen (automatisch oder infolge einer Kündigung des oder der solventen Parteien) beendet, so ist zu bedenken, dass auch der insolvente JV-Partner in der Nachlassstundung gestützt auf Art. 297a SchKG ein Kündigungsrecht hat, sofern die Fortführung „den Sanierungszweck vereitelt würde“, wobei für die Ausübung die Zustimmung des Sachwalters erforderlich ist.

## b) Vorkaufsrechte in der Insolvenz

Was Vorkaufsrechte an den Aktien der JV-Partner im Konkurs bzw. in der Nachlassstundung eines Partners betrifft, so sind diese im Konkurs nicht durchsetzbar. Die Verwertung im Rahmen eines Konkurses lässt vertragliche Vorkaufsrechte an Aktien unberücksichtigt. Im Gegensatz dazu sollten nach Auffassung des Autors jedenfalls unlimitierte Vorkaufsrechte (d.h. Vorkaufsrechte, bei denen der Preis des Drittgeschäfts massgebend ist) im Falle einer Nachlassstundung bzw. eines Verkaufs während der Nachlassstundung Bestand haben. Für ein limitiertes Vorkaufsrecht, welches einen „Vorzugspreis“ vorsah, hat das Bundesgericht in einem Entscheid aus dem Jahr 2005 das Vorgehen des Sachwalters geschützt, der den vorkaufsberechtigten Mitaktionären lediglich ein unlimitiertes Vorkaufsrecht gewährte. Begründet wurde dies damit, dass ein limitiertes Vorkaufsrecht „mit den Wirkungen der Nachlassstundung nicht vereinbar“ sei.<sup>51</sup> Der Entscheid erfolgte auf betreibungsrechtliche Beschwerde hin und behielt eine zivilrechtliche Prüfung ausdrücklich vor (womit den vorkaufsberechtigten Mitaktionären aber kaum gedient war). Für die Praxis muss man konstatieren, dass die Durchsetzbarkeit von Vorkaufsrechten, jedenfalls wenn diese eine Preisbestimmung vorsehen (also „limitiert“ sind), zweifelhaft ist.

---

<sup>50</sup> Art. 285 Abs. 3 des Bundesgesetzes über Schuldbetreibung und Konkurs vom 11. April 1889 (SchKG, SR 281.1); BGE 147 III 226 E 4.4.

<sup>51</sup> Urteil des Bundesgerichts 7B.57/2005 vom 27. Juni 2005.

### c) Absicherung

In der Vertragspraxis wird manchmal versucht, die Durchsetzung der Erwerbsrechte (insbesondere) bei Beendigung abzusichern. Die dafür zur Verfügung stehenden und in der Literatur diskutierten Vorkehren sind etwa die statutarische Verankerung im Rahmen der Vinkulierung, die Hinterlegung der Aktien in Escrow<sup>52</sup>, ihre treuhänderische Übertragung an einen Escrow Agent<sup>53</sup>, die Verpfändung der Aktien<sup>54</sup> oder aufschiebend bedingte Vorabverfügungen über die Aktien bei Eintritt eines Insolvenzereignisses.<sup>55</sup> Diese Absicherungsmöglichkeiten unterscheiden sich in ihrer Eignung und sind manchmal mit einer anspruchsvollen (und etwas umständlichen) Rechtsgestaltung verbunden. Die Insolvenzfestigkeit ist mitunter zweifelhaft. So ist es fraglich, ob eine aufschiebend bedingte Übertragung der Aktien oder Anteile, die an den Eintritt eines Insolvenzereignisses (oder eine damit verbundene Vertragsbeendigung) anknüpft, rechtlich gültig ist bzw. in einem Insolvenzverfahren anerkannt wird, selbst wenn die Gegenleistung dem Marktwert entspricht.<sup>56</sup>

Häufig vereinbart wird eine Hinterlegung der Aktien in Escrow.<sup>57</sup> Ein Escrow kann die vertragswidrige Verfügung über Aktien m.E. wirksam verhindern, entweder durch Hinterlegung der nicht blanko-indossierten Namenaktien (in Kombination mit einem statutarischen Ausschluss der Übertragung durch Zession) oder auch durch Hinterlegung der blanko-indossierten Namenaktien und Ausschluss der Besitzanweisung.<sup>58</sup> Allerdings ist ein Escrow nicht „konkursfest“: Die im Escrow liegenden Aktien fallen in die Konkursmasse eines insolventen JV-Partners. Anders wäre dies nur bei einer Sicherungsübereignung an den Escrow Agenten. Diese sieht man nach der Erfahrung des Autors in der Praxis kaum. Es ist unsicher, ob die JV-Partner im Falle eines Konkurses des Escrow Agenten die Aktien erfolgreich herausverlangen könnten.<sup>59</sup> Darüber hinaus sind JV-Partner in der Praxis kaum zu einer solchen „überschie-

---

<sup>52</sup> Dazu Grunder, 450 ff.

<sup>53</sup> Hintz-Bühler, 136 ff.; Gericke/Dalla Torre, 69 ff.

<sup>54</sup> Zobl, 406 ff.; Gericke/Dalla Torre, 69 ff.

<sup>55</sup> Gericke/Dalla Torre, 55.

<sup>56</sup> Dazu Staehelin, 370 f.; Fischer, Lizenzverträge im Konkurs, 298 ff. (für bedingte Verfügungen über Immaterialgüterrechte) m.w.H.; für Zulässigkeit: Gericke/Dalla Torre, 55.

<sup>57</sup> Gericke/Dalla Torre, 68 f., die darauf hinweisen, dass die rechtliche Durchsetzbarkeit kaum getestet ist.

<sup>58</sup> So m.E. zu Recht Grunder, 455, anders aber die wohl überwiegende Lehrmeinung, welche eine vertragswidrige Besitzanweisung über blankoindossiert in Escrow hinterlegte Aktien für wirksam hält (s. die bei Grunder in seiner Fn. 40 zitierten Lehrmeinungen, namentlich Forstmoser/Küchler, Rz. 1586 ff. und auch Eisenhut, 201 f. und ihm folgend Gericke/Dalla Torre, 68 f.).

<sup>59</sup> Näheres dazu bei Gericke/Dalla Torre, 70 f.

senden“ Rechtsgestaltung bereit und auch professionelle Escrow Agents dürften ein solches Geschäft nur mit Zurückhaltung annehmen.

Eine (ggf. gegenseitige) Verpfändung der Aktien an den oder die jeweils anderen JV-Partner mit Hinterlegung der blanko-indossierten Titel bei einem Pfandhalter sowie Vereinbarung der möglichen Privatverwertung mit Selbsteintritt stellt eine mögliche und die rechtlich womöglich sicherste und am ehesten durchsetzbare Absicherungsmöglichkeit dar.<sup>60</sup> Selbst wenn man Verfügungen des Verpfänders (mittels Besitzanweisung) über die Aktien für rechtswirksam erachtet, hat das Pfandrecht gegenüber einer solchen späteren Verfügung Vorrang (was in der Praxis einen Dritterwerb sehr unwahrscheinlich machen dürfte). Im Konkurs eines JV-Partners und gemäss h.L. auch während einer Nachlassstundung<sup>61</sup> ist allerdings die Privatverwertung mit Selbsteintritt nicht mehr möglich, doch dürfte in vielen Fällen das Pfandrecht dazu führen, dass der JV-Partner in einer günstigen Ausgangsposition für einen Erwerb ist.<sup>62</sup>

#### d) Praktische Erfahrungen

In der Praxis kommt es nicht selten vor, dass JV-Partner auf solche Absicherungsgeschäfte verzichten und damit leben, dass sowohl bei Verweigerung der vertragsgemässen Erfüllung wie im Insolvenzfall grundsätzlich nur die normalen vertragsrechtlichen Rechtsbehelfe bestehen. Trotzdem zeigt die Erfahrung, dass der (bzw. einer der) JV-Partner oder ein von ihnen vermittelter Dritter oft der aussichtsreichste Erwerber einer Beteiligung an der JV-Gesellschaft ist. Eine insolvente Partei bzw. ihre Insolvenzorgane sind regelmässig an einer raschen Lösung interessiert, weil ein Wertverlust droht. Die vertragliche Situation ist oft komplex. Als Dritterwerber kommen häufig ohnehin nur bestimmte Parteien in Frage und potentielle Kaufinteressenten sind auf ein gutes Verhältnis zu einem zukünftigen Mitaktionär angewiesen. Der oder die JV-Partner hat bzw. haben zudem einen bedeutenden Informationsvorsprung gegenüber Dritten. Schliesslich wird eine Marktansprache und namentlich eine Due Diligence-Prüfung durch Kaufinteressenten die Kooperation des oder der JV-Partner(s) voraussetzen. Aus diesen Gründen kommt es in der Praxis meist zu einer mit dem oder den JV-Partnern vereinbarten Lösung, in deren Rahmen ggf. dann auch weitere Verträge und Rechtsbeziehungen geklärt und beendet werden können.<sup>63</sup>

---

<sup>60</sup> Eingehend dazu Zobl, 401 ff.

<sup>61</sup> Fischer, Teilkollektive Restrukturierungsverfahren, 296 m.w.H.

<sup>62</sup> So zu Recht Gericke/Dalla Torre, 71.

<sup>63</sup> So wurde z.B. kürzlich im Rahmen der Insolvenz der Signa-Gruppe die 50%-Beteiligung an Globus an die thailändische JV-Partnerin Central Group, welche bereits die restlichen 50%

## 6. Einige Lehren aus JV-Streitigkeiten

Abschliessend ist kurz noch auf einige Erfahrungen im Rahmen von Streitigkeiten über Joint Ventures hinzuweisen. Solche Auseinandersetzungen sind meist vielschichtig und werden nicht selten gleichzeitig vor verschiedenen (Schieds-)Gerichten sowie aufgrund unterschiedlicher Rechtsgrundlagen ausgetragen. Im Folgenden werden einige allgemeingültige Punkte zusammengefasst:

- Kommt es zu Streit, sind die oben erwähnten Absicherungsgeschäfte von grosser Bedeutung. Selbst wenn ihre rechtliche Wirksamkeit und Gültigkeit nicht immer eindeutig ist, können sie praktisch nützlich sein, z.B. indem sie dazu führen, dass eine Gegenpartei klagen muss. So kann eine günstige Position in Verhandlungen entstehen. Dies gilt namentlich auch gegenüber Insolvenzorganen, welche oft (und zu Recht) an einer raschen und sicheren Lösung interessiert sind.
- In strittigen Situationen ist eine Verankerung von vertraglichen Abreden in den Statuten und im Organisationsreglement hilfreich, selbst wenn die effektive Durchsetzung nicht garantiert ist. Dies gilt z.B. für eine statutarische Vinkulierung, welche mindestens zu einem Gesuch an den Verwaltungsrat um Genehmigung einer vorgesehenen Übertragung von Aktien führen wird, womit die JV-Partner Zeit erhalten, ihre Position zu klären und rechtliche Schritte zu prüfen.
- Was die Governance betrifft, so ist die Rolle des Verwaltungsratspräsidenten praktisch nicht zu unterschätzen. Selbst wenn er sich entgegen seinen gesellschaftsrechtlichen Pflichten verhält (z.B. die Einberufung einer Verwaltungsratssitzung oder die Traktandierung eines gewünschten Gegenstandes unterlässt oder Informationen zurückhält), kann eine gerichtliche Durchsetzung Zeit kosten und mit Unsicherheit verbunden sein, schon allein darum, weil der Hintergrund des Streitgegenstandes oft komplex ist und es erfordert, einem Gericht umfangreiche Informationen vorzutragen.
- Die Parteien und ihre Organe und Vertreter sowie die Organe der JV-Gesellschaft haben regelmässig einerseits vertragliche Rechte und Pflichten (insbesondere unter dem JV-Vertrag), andererseits aber auch gesellschaftsrechtliche Rechte und Pflichten als Aktionäre und Organe. Es kann sinnvoll sein, eine gewisse Kongruenz zu erzielen, indem man im JV-Vertrag ausdrücklich im Sinne einer vertraglichen Pflicht vereinbart, dass die

---

hielt, verkauft. Die Retail-Beteiligung der insolventen Signa-Gruppe an Selfridges wurde mit dem Segen des JV-Partners an den saudischen Staatsfonds Public Investment Fund verkauft, welcher schon vorher eine Beteiligung gehalten hatte. Siehe NZZ vom 29. September und vom 7. Oktober 2024.

- Parteien sich im Einklang mit ihren gesellschaftsrechtlichen Pflichten verhalten müssen bzw. auf die Einhaltung dieser Pflichten durch ihre Organe und Vertreter hinwirken müssen. Dadurch kann ermöglicht werden, dass vertragliche Rechtsbehelfe bei Verletzungen von gesellschaftsrechtlichen Pflichten zur Verfügung stehen. Ausserdem kann man solche Rechtsbehelfe dann auch vor dem gleichen Gericht oder Schiedsgericht, das mit dem Streit unter einem JV-Vertrag befasst ist, unter dem Aspekt der Vertragsverletzung geltend machen.
- Wird im JV-Vertrag eine Schiedsklausel vorgesehen (was häufig der Fall ist), so kann es sich empfehlen, in den Statuten ebenfalls eine auf das gleiche Schiedsgericht lautende Schiedsklausel aufzunehmen. Damit lassen sich Streitigkeiten einheitlich vor demselben Schiedsgericht austragen.

## Literaturverzeichnis

- Ankura Joint Venture Index, H1 2024 in Review.
- Ankura Joint Venture Index, 2024 in Review and Outlook for 2025.
- Basler Kommentar zum Bundesgesetz über Schuldbetreibung und Konkurs, Band II (Art. 159–352 SchKG), in: Staehelin Daniel/Bauer Thomas/Lorandi Franco (Hrsg.), 3. A., Basel 2021 (zit. BSK SchKG–Bearbeiter/in, Art. XX, Rz. YY).
- Fischer Roland, Lizenzverträge im Konkurs, in: Rehbinder Manfred/Hilty Reto M. (Hrsg.), Schriften zum Medien – und Immaterialgüterrecht 87, Bern 2008 (zit. Lizenzverträge im Konkurs).
- Fischer Roland, Teilkollektive Restrukturierungsverfahren in der Schweiz, Zürich 2023 (zit. Teilkollektive Restrukturierungsverfahren).
- Eisenhut Stefan, Escrow-Verhältnisse, in: Spiro K. et al. (Hrsg.), Basler Studien zur Rechtswissenschaft Reihe A Privatrecht 95, Basel 2009.
- Forstmoser Peter/Küchler Marcel, Aktionärbindungsverträge, Zürich – Basel – Genf 2015.
- Gafni Abram J. Gafni, „Baseball Arbitration“ and the Trial of Socrates, Legal Intelligencer, 28. Februar 2011, abgerufen unter <<https://adroitptions.com/wp-content/uploads/2015/04/11-FEB-Baseball-Arbitration-and-the-Trial-of-Socrates.pdf>>.
- Gericke Dieter/Dalla Torre Luca, Joint Ventures – Wirtschaftsformen im Spannungsfeld zwischen Kooperation und Transaktion, in: Kunz Peter V./Jörg Florian S./Arter Oliver (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht VII, Bern 2012, 19 ff.
- Grunder Silvio, Genügt der Escrow doch?, GesKR 2016, 449 ff.
- Hintz-Bühler Monika, Aktionärbindungsverträge, in: Hausheer Heinz (Hrsg.), Abhandlungen zum schweizerischen Recht 659, Bern 2001.
- Jagmetti Luca, Cash Pooling, in: Forstmoser Peter (Hrsg.), Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht 267, Zürich – St. Gallen 2007.

- Jeffries Trend Watch: Partnerships Between Corporations and Private Equity, 3. Juli 2023, abrufbar unter <<https://www.jeffries.com/insights/quarterly-insights/july-2023-quarterly-insights/ma-actionable-idea-partnerships-between-corporations-and-private-equity/>>.
- Khubchandani Rahul/Gore-Randall Edward, BCG Joint Venture Survey 2024, abrufbar unter <<https://www.bcg.com/publications/2024/capturing-and-optimizing-joint-venture-value>>.
- Knobloch Stefan, Joint Ventures: Vertrags- und gesellschaftsrechtliche Gestaltungsmöglichkeiten, GesKR 2013, 551 ff.
- MacArthur Hugh et al., Bain & Company, Global Private Equity Report 2024, abrufbar unter <<https://www.bain.com/insights/private-equity-outlook-liquidity-imperative-global-private-equity-report-2024/#>>.
- Meier-Schatz Christian J. (Hrsg.), Kooperations- und Joint-Venture-Verträge, in: Baudenbacher Carl et al. (Hrsg.), St. Galler Studien zum Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht 35, Bern – Stuttgart – Wien 1994.
- Lorandi Franco, Dauerschuldverhältnisse im Nachlassverfahren, AJP 2004, 1209 ff.
- Reichmuth Patricia/von der Crone Hans Caspar, Übermäßige Bindung im Aktionärsbindungsvertrag, SWZ 2017, 703 ff.
- Ritz Philipp, Joint Venture Vertrag, Kommentierter Mustervertrag eines korporativen 50:50-Joint-Ventures, Zürich/Basel/Genf 2010.
- Schenker Urs, Joint Ventures: Win/Win oder Lose/Lose – Swatch und Tiffany als Partner, GesKR 2015/ 547 ff.
- Stahelin Daniel, Vertragsklauseln für den Insolvenzfall, AJP 2004, 1660 ff.
- The Economist, How to build a global business empire in the 21st century, 22. April 2024, abrufbar unter <<https://www.economist.com/business/2024/04/22/how-to-build-a-global-business-empire-in-the-21st-century>>.
- Vantrappen Herman/Deneffe Daniel, Joint Ventures Reduce the Risk of Major Capital Investments, Harvard Business Review 4/2016, abrufbar unter <<https://hbr.org/2016/04/joint-ventures-reduce-the-risk-of-major-capital-investments>>.
- Von der Crone Hans Caspar, Aktienrecht, 2. A., Bern 2020.
- Zobl Dieter, Die pfandrechtliche Sicherung von Erwerbsberechtigungen in Aktionärsbindungsverträgen, 401 ff., in: von der Crone Caspar et al. (Hrsg.), Neue Tendenzen im Gesellschaftsrecht, Festschrift für Peter Forstmoser, Zürich – Basel – Genf 2003.



# Künstliche Intelligenz in M&A Prozessen – Game Changer oder Spielerei?

Brice Bolinger, Michael Tschan, Marie Klingsporn

## Inhalt

I.	<a href="#">Entwicklungen im KI-Markt</a>	106
1.	<a href="#">Wo steht KI im aktuellen Umfeld?</a>	106
2.	<a href="#">Anwendungsbereiche</a>	107
a)	<a href="#">Wie schafft KI Wert?</a>	107
b)	<a href="#">Typische Anwendungsbereiche</a>	108
c)	<a href="#">Branchen, die am stärksten von KI betroffen sind</a>	108
3.	<a href="#">Investitionen in KI</a>	108
II.	<a href="#">Übersicht KI-Tools in M&amp;A Prozessen</a>	110
1.	<a href="#">Relevanz von KI in M&amp;A Prozessen</a>	110
2.	<a href="#">M&amp;A Prozess aus Käuferperspektive: KI-Anwendungsbereiche</a>	111
3.	<a href="#">KI in M&amp;A Prozessen Übersicht ausgewählter Tools</a>	112
a)	<a href="#">Deal Sourcing Tools</a>	112
aa)	<a href="#">KI gestützte Datenbank</a>	112
bb)	<a href="#">Deal Sourcing Plattform</a>	113
b)	<a href="#">Tools für Marketing-Unterlagen</a>	113
aa)	<a href="#">PowerPoint Tool</a>	113
bb)	<a href="#">Graphik Design Tool</a>	113
c)	<a href="#">Tools für den Due Diligence Prozess</a>	113
aa)	<a href="#">Prozess Plattform</a>	114
bb)	<a href="#">KI basierter Datenraum</a>	114
d)	<a href="#">Tools zur Vertragsentwürfe / -analyse</a>	114
aa)	<a href="#">Interne Datenbank</a>	114
bb)	<a href="#">Vertragsanalyse Tool</a>	114
4.	<a href="#">KI in M&amp;A Prozessen – Unsere Einschätzung</a>	115
III.	<a href="#">KI-Anwendungsbeispiele</a>	116
1.	<a href="#">M&amp;A Copilot – Übersicht</a>	116
2.	<a href="#">M&amp;A Copilot – automatische Identifizierung von Unternehmen in ähnlichen Geschäftsbereichen</a>	117
3.	<a href="#">M&amp;A Copilot – Praxisbeispiel</a>	119
4.	<a href="#">Investorkonferenz Analyse</a>	119
5.	<a href="#">Large Language Modelle – ein Selbstversuch</a>	120

IV.	<a href="#">Blick in die Zukunft: Was noch kommen könnte</a>	121
1.	<a href="#">Zahlreiche Anwendungsmöglichkeiten in M&amp;A sind erst noch am Anfang</a>	121
a)	<a href="#">Käufer-Verkäufer-Mapping</a>	122
b)	<a href="#">Tracking aufstrebender Unicorns</a>	122
c)	<a href="#">Verlässlicher Vertragsentwurf/-analyse</a>	122
d)	<a href="#">Unternehmensbewertungen</a>	122
e)	<a href="#">Einschätzung Aktienkursauswirkung</a>	122
f)	<a href="#">Aktienanalyse</a>	122
g)	<a href="#">Marketing Unterlagen</a>	122
V.	<a href="#">Fazit</a>	123
1.	<a href="#">Fazit zu KI-Tools in M&amp;A Prozessen</a>	123
a)	<a href="#">Heutiger Nutzen</a>	123
b)	<a href="#">Heutige Herausforderungen</a>	123
c)	<a href="#">Herausforderungen für Berater</a>	123

## I. Entwicklungen im KI-Markt

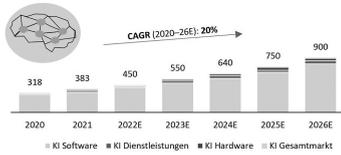
### i. Wo steht KI im aktuellen Umfeld?

Künstliche Intelligenz genießt momentan einen hohen Grad an Aufmerksamkeit. Die zugrundeliegende Technologien, wie Neuronale Netzwerke, sind bereits seit einigen Jahren erfolgreich in verschiedenen Bereichen und Anwendungen. Jedoch sind die technischen Spezifikationen und Applikationen dieser Modelle im Kontext der künstlichen Intelligenz in der heutigen Form, dank der Verfügbarkeit von grossen Datenmengen und stark gestiegenen Rechenleistung viel relevanter geworden.

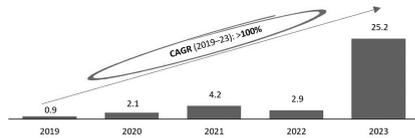
Das erwartete Wachstum im globalen KI-Markt beläuft sich auf rund 20% pro Jahr und ist insbesondere getrieben durch exponentiell wachsende private Investitionen in generative KI. Private Investitionen in den KI-Bereich verzeichnen dreistelliges Wachstum und wecken das Interesse von Big-Tech-Unternehmen und Finanzinvestoren.

Big-Tech-Unternehmen werden zunehmend zu KI fokussierten Firmen, wie beispielsweise AWS, Apple, Google, IBM, Meta, Microsoft, or Nvidia. Finanzinvestoren, welche besonders aktiv sind unter anderem Coatue, Insight Partners, Index Ventures, Lightspeed, Sequoia, Spark Capital, Tiger Global.

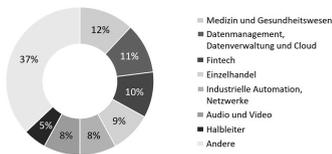
**Abbildung 1: Erwartetes Wachstum im globalen KI-Markt (\$Mrd)**



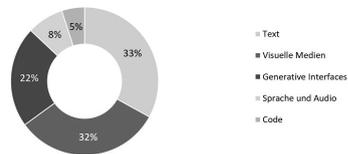
**Abbildung 2: Generative KI als zentrales Thema**  
Private Investitionen in generative KI (\$Mrd)



**Abbildung 3: Investitionen nach Sektoren**



**Abbildung 4: Investitionen nach Anwendungsart**



Quellen: NetBase Quid AI Index report, CB Insights, 2024 AI Index report, Statista, Broker Recherche; Universität Stanford; Quid, 2023

## 2. Anwendungsbereiche

Es ist unbestritten, dass KI enormes Potential bietet, jedoch sind die optimalen Anwendungsbereiche noch unbestimmt. Die Komplexität der KI schafft Momentum in verschiedenen Anwendungen und Branchen, mit erheblichem Potenzial. Es wird sich erst noch zeigen müssen, mit welchen Anwendungsbereichen Unternehmen Geld verdienen und profitabel arbeiten können. Aktuell sind dies insbesondere diejenigen, die Prozessoren für die KI-Anwendungen zur Verfügung stellen.

### a) Wie schafft KI Wert?

KI bietet einige verschiedene Wertschöpfungshebel. Dazu zählen unter anderem die Möglichkeit zur Kostenreduzierung durch Simplifizierung sowie Erhöhung der Ausführungsgeschwindigkeit von Prozessen. Des Weiteren kann KI das Vertrauen von Konsumenten und Benutzern stärken, sowie deren Engagement erhöhen. Letztlich unterstützt KI die Zunahme von Innovationen.

## b) Typische Anwendungsbereiche

### **Text**

- Marketinginhalte
- Verkaufsemails
- E-Mail / Chat support
- Texte verfassen
- Verfassen von Gesprächsnotizen

### **Code**

- Generierung
- Dokumentation
- Text zu Code
- Code Optimierung
- Entwicklung von Apps

### **Bild & Video**

- Generierung
- Medien und Werbung
- Entwurf
- Bearbeitung

### **Sprache**

- Sprachsynthese
- Digitale Assistenz
- Übersetzungen

### **Anderes**

- 3D-Modelle und Szenen
- Gaming
- Musik
- Audio
- Bioinformatik
- Arzneimittelentwicklung

## c) Branchen, die am stärksten von KI betroffen sind

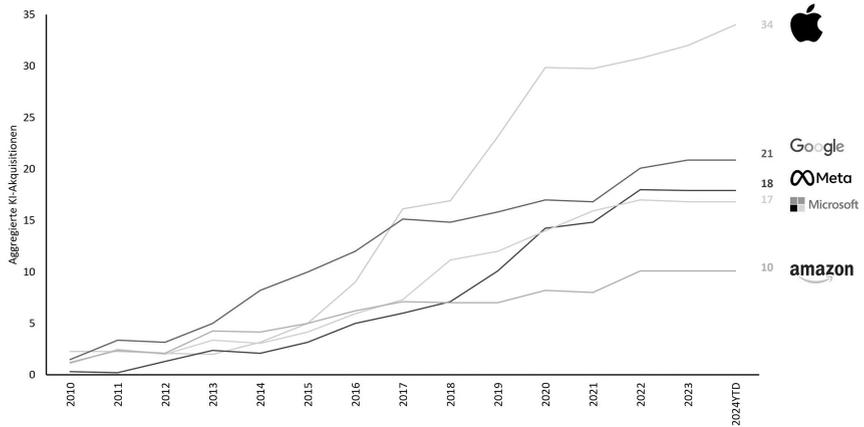
- Softwareentwicklung
- Cybersecurity
- Suchmaschinen
- Halbleiter
- Bildung
- Medien
- Rechtswesen
- Musik
- Gesundheitswesen
- Finanzwesen
- Luft- und Raumfahrt

## 3. Investitionen in KI

Der KI-Markt wächst weiter stark, angetrieben von Hyperscalern, die grosse Investitionen tätigen und die M&A Aktivität im Markt erheblich beeinflussen. Technologiegiganten akquirieren KI-Startups und investieren in ihre KI-Kompetenz, um ihr Produktportfolio zu stärken und mit den aktuellen Entwicklungen mitzuhalten. Aufgrund der vorherrschenden Marktmacht von Tech Giganten wird die Expertise innerhalb dieser Firmen gebündelt, und kleinere Player haben Schwierigkeiten hier mitzuhalten. Bei den Akquisitionen geht es nicht nur Technologien oder Large-Language-Modelle zu kaufen, sondern insbesondere Experten im Bereich der künstlichen Intelligenz zu übernehmen und vertraglich längerfristig an sich zu binden.

Von den Tech-Giganten hat Apple deutlich am meisten KI-Akquisitionen getätigt, wie beispielsweise in das US-Start-up für autonomes Fahren drive.ai.

Abbildung 5: Von den Tech-Giganten hat Apple am meisten KI-Akquisitionen getätigt



Quellen: CB Insights, Daten per Mai-24, Unternehmensinformationen  
 Anmerkungen:  
 1 Machine Learning  
 2 Large-Language Modelle

**Apple:**

Aktuelle Anwendungen beinhalten USD 22.6 Mrd Investitionen in F&E werden durch KI-Technologien ausgelöst, einschliesslich generativer KI Entwicklung eines internen Chatbots (Apple GPT).

Hauptinvestitionen beinhalten drive AI, xnor.ai, PullString, Laserlike und Vi-lynx.

**Google:**

Aktuelle Anwendungen beinhalten bequemere Suchfunktionen, gezielte Werbung und die Zusammenführung der KI-Teams von Brain und DeepMind.

Hauptinvestitionen beinhalten Anthropic, runway und DeepMind.

**Meta:**

Aktuelle Anwendungen beinhalten die Nutzung von Machine Learning („ML“) für zielgerichtetere Produktempfehlungen, Erkundung von Potenzialen für KI-Agenten sowie beachtliche Investitionen in den Ausbau eigener KI-Rechenzentren.

Hauptinvestitionen beinhalten character.ai und presize.ai.

**Microsoft:**

Aktuelle Anwendungen beinhalten den Einsatz von OpenAI's Technologie in

Bing, Office und Teams. Darüber hinaus auch die Weiterführung von Investitionen in Cloud-Infrastruktur, insbesondere in KI-bezogene Ausgaben.

Hauptinvestitionen beinhalten Inflection und OpenAi.

*Amazon:*

Aktuelle Anwendungen beinhalten die Konzeption eigener Large Language Modelle („LLM“) und Chips für ML. Darüber hinaus auch der Fokus auf den Verkauf des Technologiezugriffs über AWS bei paralleler Entwicklung eigener Applikationen.

Hauptinvestition ist Anthropic.

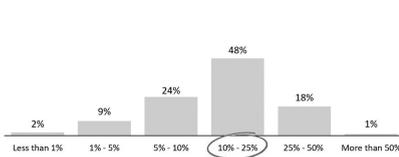
## II. Übersicht KI-Tools in M&A Prozessen

### I. Relevanz von KI in M&A Prozessen

Eine Studie von Intralinks von Juli 2024 untersuchte die Relevanz von KI in M&A Prozessen. Anhand der Allokation von IT-Budget für KI wird klar, welche Rolle KI auch im M&A Bereich spielt. Vor allem aber bestätigt die Studie, dass die Fähigkeit diese innovativen Technologien zu nutzen, ein entscheidender Faktor für ihre zukünftige Wettbewerbsfähigkeit bei M&A Prozessen sein wird. Praktisch alle Befragten (97 Prozent) geben an, dass es für ihr Unternehmen eine Priorität ist, der Konkurrenz in Bezug auf technologische Fähigkeiten einen Schritt voraus zu sein.

Die Studie untersucht allerdings mehr die Erwartungen der Unternehmen an den künftigen Nutzen, und weniger bereits vorhandene Anwendungsmöglichkeiten. Obwohl Datensicherheit ein zentrales Thema in Diskussionen rund im KI ist, wird es in der Umfrage erst hinter Herausforderungen wie beispielsweise Datenqualität oder Vorurteile der KI Algorithmen erwähnt.

**Abbildung 6: Allokation vom IT-Budget für KI**  
(in den nächsten 12-24 Monaten)

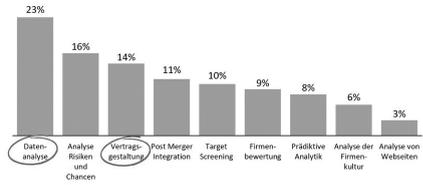


**Abbildung 8: Was sind die wichtigsten Vorteile von KI in M&A Due Diligence?**

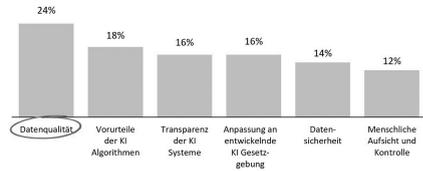


Quellen: Intralink Umfrage (Juli 2024)

**Abbildung 7: Auf welche Bereiche vom M&A Prozess wird KI am meisten Auswirkungen haben?**



**Abbildung 9: Grösste Herausforderungen mit KI in M&A Prozessen?**

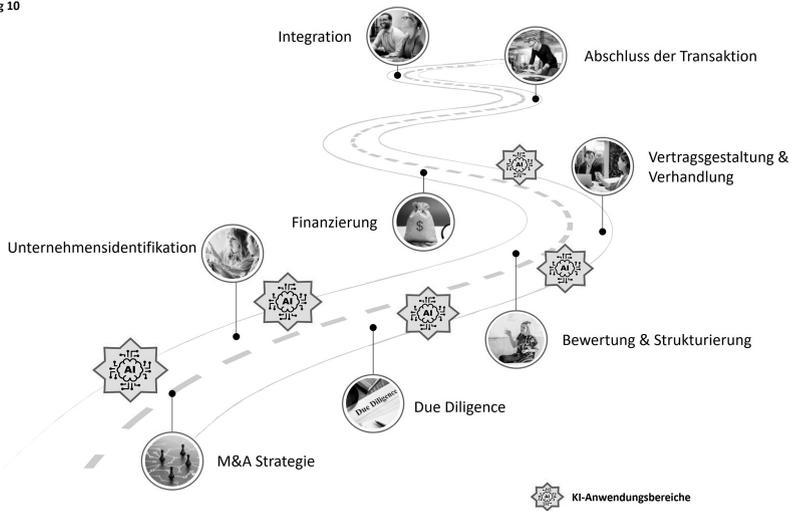


## 2. M&A Prozess aus Käuferperspektive: KI-Anwendungsbereiche

Es gibt viele verschiedene Anwendungsbereiche von KI in M&A-Prozessen. Gerade in den frühen Stadien eines M&A-Prozesses gibt es bereits Tools, die zur Unterstützung eingesetzt werden können. KI-Tools können besonders stark bei der Vereinfachung von sich wiederholenden, simplen Aufgaben wie der Unternehmensidentifikation eingesetzt werden und so einen Mehrwert schaffen.

Auf der anderen Seite bringen solche Tools weniger Nutzen, je spezifischer und komplexer die Aufgaben werden, wie z.B. bei der Post-Merger-Integration, da einerseits dealspezifische Informationen benötigt werden.

Abbildung 10



### 3. KI in M&A Prozessen Übersicht ausgewählter Tools

Um den Nutzen von KI gestützten Tools zu bewerten, haben wir bereits verfügbare Tools genauer analysiert und teilweise selbst getestet. Es gibt vier Kategorien von Tools welche wir uns näher angesehen haben, Deal Sourcing, Marketing, Due Diligence und Verträge. Während Tools wie beispielsweise interne Datenbanken oder KI basierte Datenräume bereits eine hohe Anwendbarkeit aufweisen und bereits aktiv von Beratern genutzt werden, sind Tools für die Erstellung von Marketing-Unterlagen noch weniger weit verbreitet.

#### a) Deal Sourcing Tools

Unterstützung der Deal-Sourcing Phase, mit automatisierten Marktscreenings und Identifizierung von Übernahmekandidaten durch das KI-basiertes Web-Scraping<sup>1</sup>, Analyse und Auswertung von Daten.

aa) KI gestützte Datenbank:

- Analysiert automatisch Markttrends und Sektoren, um Marktentwicklungen frühzeitig zu erkennen
- Sammelt Finanzdaten über Unternehmen mittels KI-Analyse Tools und Web-Scraping aus verschiedenen Quellen

<sup>1</sup> Automatisches Extrahieren von Daten aus Onlinequellen mittels Softwareprogramm

- Filtert unterschiedliche Datenbanken, und findet Unternehmen, welche vordefinierten Kriterien entsprechen

*bb) Deal Sourcing Plattform*

- Aggregiert fundierte Informationen über mehr als 15 Millionen Privatunternehmen in einer KI-gestützten Plattform
- Mithilfe von proprietärer Technologie analysiert das Tool Unternehmen, Deals, Investoren, und Markttrends, um Akquisitionsziele zu identifizieren

**b) Tools für Marketing-Unterlagen**

Beschleunigte Erstellung von Präsentationen, durch fortschrittliche visuelle Designfunktionen und Integration von Large-Language Modellen.

*aa) PowerPoint Tool*

- Generiert automatisch ganze Präsentationen aus einer Reihe an Input Prompts oder Textdokumenten
- Das Tool verwendet beliebige Sprachen, und kann bis zu 100 Sprachen lesen, schreiben und übersetzen
- Wandelt mithilfe von KI automatische Folien oder Folienelemente einer Präsentation in beliebige Formate oder Sprachen um

*bb) Graphik Design Tool*

- Sekundenschnelles Erstellen von Präsentationen aus einem Textprompt mit unterschiedlichen Layout Optionen
- Erstellen und bearbeiten von Bildmaterialien und Kurzfilmen ermöglicht einfache Videobearbeitung in wenigen Schritten durch fortschrittliche Graphik Design Technologie
- Integriert diverse Design Tools in einer einzigen Plattform

**c) Tools für den Due Diligence Prozess**

Tools vereinfachen Data-Sharing und Analyse von Dokumenten und unterstützen den Due Diligence Prozess durch KI gestützte Dokumentenanalyse.

*aa) Prozess Plattform*

- Aggregiert alle Funktionen eines Prozesses (Erstellen von Marketingmaterialien, Target Suche, Automatisierte Gesprächsnotizen, Prozesskommunikation, Data-Sharing) in einer Plattform
- Chatbot, basierend auf eigens entwickeltem Language Model, steht jederzeit zur Beantwortung von Fragen zu Dokumenten bereit
- Sammelt anonymisierte Daten über alle Deals einer Bank und benchmarkt diese mit anderen Deals eines Beraters

*bb) KI basierter Datenraum*

- Bietet sichere virtuelle Datenräume mit KI-gestützten Funktionen, wie KI-Chatbot oder automatisiertes Schwärzen von bis zu 500 Dokumenten gleichzeitig, zur Optimierung der Due Diligence Phase
- Vereinfacht die Suche und Analyse von Dokumenten innerhalb des Datenraums für mögliche Käufer
- Ermöglicht zielgerichtete Kommunikation und Kollaboration der verschiedenen Teilnehmer eines Datenraums; Verkäufer, Käufer, und Berater

**d) Tools zur Vertragsentwürfe / -analyse**

Durch fortschrittliche Technologien wird die Extrahierung, Analyse und Überprüfung von rechtlichen Dokumenten automatisiert, sowie Due Diligence und Vertragsanalysen vereinfacht.

*aa) Interne Datenbank*

- Proprietäres Tool verwandelt Daten in eine digitale Bibliothek und erleichtert aufbauen einer internen Wissensdatenbank
- Durchsucht innerhalb von Sekunden alle Dokumente einer Anwaltskanzlei mittels KI basierter Suchmaschine
- KI-Assistent beantwortet Fragen zu rechtlichen Fragestellungen basierend auf den Informationen der verknüpften Dokumente

*bb) Vertragsanalyse Tool*

- Überprüft und analysiert eigenständig Verträge auf Rechtmässigkeit sowie rechtliche und kommerzielle Risiken

- KI-Tool entwirft neue Verträge basierend auf eigenen Vorlagen für diverse Anwendungen, Gerichtsbarkeiten sowie unterschiedlichen Sprachen
- Passt Verträge von Grund auf an spezielle Anwendungen an

#### 4. KI in M&A Prozessen – Unsere Einschätzung

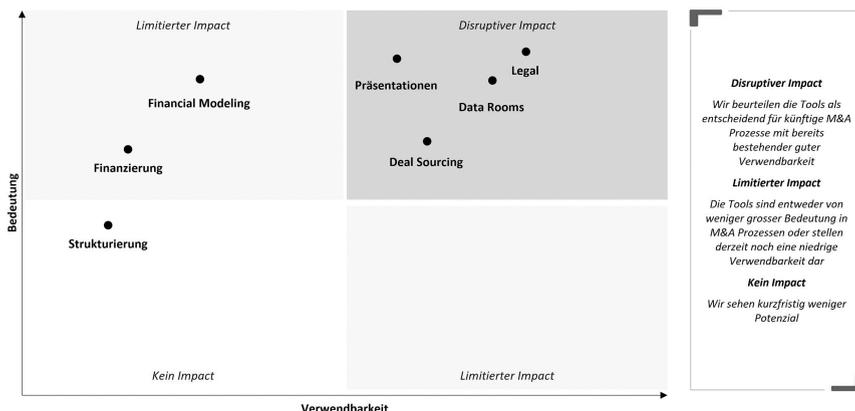
Um eine Einschätzung der bereits vorhandenen Tools zu treffen, haben wir diese anhand von ihrer Bedeutung bzw. Auswirkung in M&A Prozessen, und ihrer aktuellen Verwendbarkeit kategorisiert.

Daraus ergeben sich die folgenden Kategorisierungen:

- **Disruptiver Impact:** Wir beurteilen die Tools als entscheidend für künftige M&A Prozesse mit bereits bestehender guter Verwendbarkeit
- **Limitierter Impact:** Die Tools sind entweder von weniger grosser Bedeutung in M&A Prozessen oder stellen derzeit noch eine niedrige Verwendbarkeit dar
- **Kein Impact:** Wir sehen kurzfristig wenig Potenzial

Anhand unserer Bewertung ergibt sich ein disruptiver Einfluss für KI-Tools für rechtliche Anwendungen, Data Rooms, Präsentationen und Deal Sourcing. Besonders KI-Tools für rechtliche Anwendungen zeigen bereits eine hohe Verwendbarkeit und durch Funktionen wie das Bündeln von Dokumenten in einer digitalen Datenbank und das Durchsuchen von ganzen Datenbanken in wenigen Sekunden haben sie eine hohe Bedeutung in der Vereinfachung von Prozessen.

Abbildung 11: Bewertung der Use Cases



Quelle: UBS

### III. KI-Anwendungsbeispiele

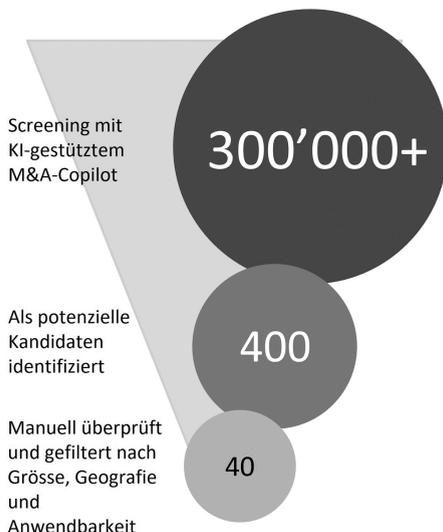
UBS arbeitet bereits seit einiger Zeit an der Forschung und Entwicklung eigener KI gestützten Tools.

KI-Technologien stehen bei der UBS fest auf der Agenda und die Bank ist aktiv in der Implementierung von generativer KI in unseren Prozessen: „We already run 100 AI advanced technology projects, half-half between front and back“ – Sergio Ermotti, CEO von UBS. UBS ist bereits fortgeschritten in der Entwicklung von KI-Anwendungen die unsere Teams im M&A Bereich unterstützen, wie beispielsweise den M&A Copilot, sowie dem Analyst Call Tracking

#### i. M&A Copilot – Übersicht

Der M&A Copilot ist ein Screening Tool, welches durch KI-gestützte Technologie potentielle Target- oder Käuferlisten generiert. Mittels KI-Technologie gleicht das Tool die Geschäftsbeschreibungen aller Unternehmen innerhalb der Datenbank mit denen einer Referenzgruppe oder einer Freitextaufforderung ab.

Abbildung 12: Illustrativer Filtervorgang

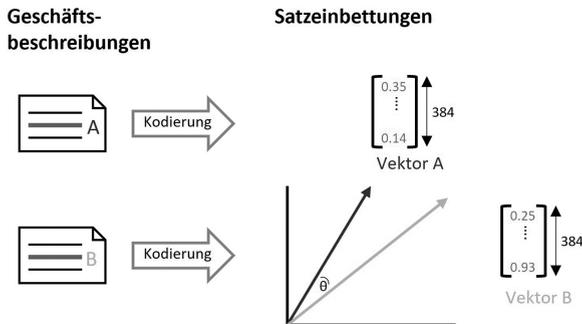


- Das M&A Copilot-Tool generiert Buy-Side-Ideen und identifiziert potenzielle Käufer in Sell-Side-Situationen

- Die zugrundeliegende Datenbank enthält Geschäftsbeschreibungen von 300'000 privaten und öffentlichen Unternehmen
- Das zugrunde liegende KI-Modell interpretiert automatisch den Inhalt der Beschreibungen, einschliesslich kontextueller Nuancen
- Der M&A Copilot läuft direkt innerhalb der UBS Cloud-Infrastruktur
- Das Durchsuchen der gesamten Datenbank dauert etwa 20 Sekunden

## 2. M&A Copilot – automatische Identifizierung von Unternehmen in ähnlichen Geschäftsbereichen

Abbildung 13: Algorithmus



Die Grösse des Winkels,  $\theta$ , zeigt die Ähnlichkeit der Vektoren und damit die Beschreibungen an.

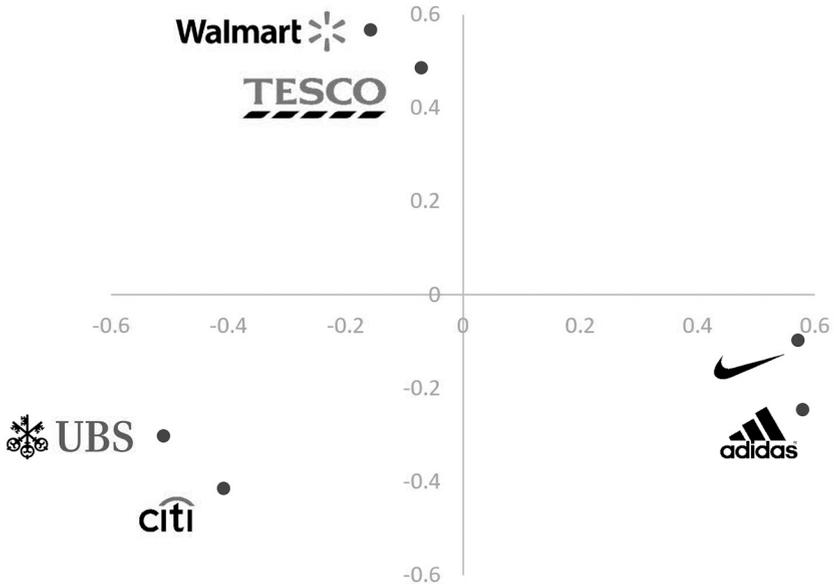
Je kleiner der Winkel  $\theta$ , desto ähnlicher sind die Beschreibungen.

Anmerkungen:

- 1 Das „Sentence Bidirectional Encoder Representations from Transformers“ Modell ist ein Language Modell, welches Text in numerische Vektoren umwandelt
- 2 <https://www.cloudflare.com/learning/ai/what-are-embeddings>

- Das SBERT-Modell kodiert die Geschäfts-beschreibungen des Unternehmens in „Satzvektoren“, hochdimensionale Vektoren, die die Semantik und den Kontext der Beschreibungen darstellen.
- Zwei semantisch nahe Beschreibungen führen zu Einbettungsdarstellungen, die mathematisch nahe im Vektorraum liegen. Der M&A-Copilot verwendet die Kosinus Ähnlichkeit als Entfernungsmetrik.

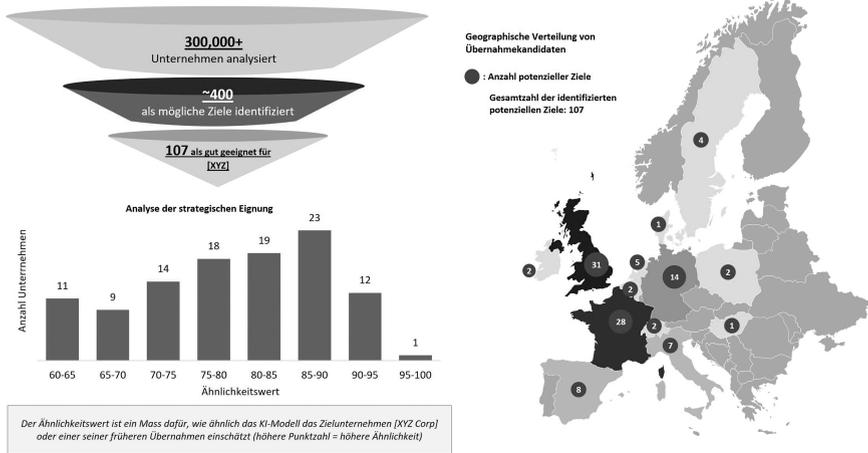
**Abbildung 14: Output**



- Die Grafik rechts zeigt zweidimensionale Projektionen mehrdimensionaler Einbettungen für die Unternehmensbeschreibungen. Vergleichbare Unternehmen liegen in der Grafik dicht beieinander.
- Die Berechnung der Kosinus-Ähnlichkeiten zwischen Einbettungsvektoren ermöglicht es Unternehmen, die in ähnlichen Geschäftsbereichen und Branchen tätig sind, automatisch zu identifizieren.

### 3. M&A Copilot – Praxisbeispiel

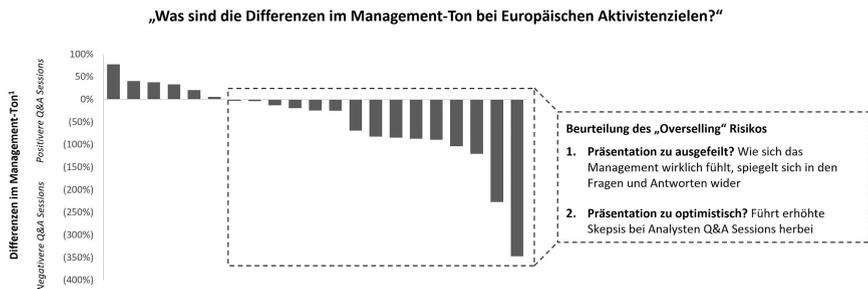
Abbildung 15:



- Wir haben nach Akquisitionsmöglichkeiten mit einer bestimmten Bewertungsbandbreite in einem spezifischen Finanzsektor in Europa gesucht.
- Die Analyse ergab ca. 100 mögliche Zielunternehmen, wovon ca. 25 mit höchster Relevanz

### 4. Investorkonferenz Analyse

Abbildung 16:



Quellen: UBS Strategic Insights (Activist Insights)  
Anmerkung:  
1 Daten basieren auf 21 Europäischen Kampagnen, über den Zeitraum 2022-2023, >US03bn

Das Tool analysiert die verwendete Sprache des Managements in Investorenkonferenzen. Zum Beispiel analysiert das Tool Differenzen im Ton zwischen

Management Präsentation (vorbereitet) verglichen mit Analysten Q&A Sessions zwei Jahre vor einem Aktivistenangriff. Eine negative Zahl deutet auf den Wandel von einer positiv-gerichteten Präsentation zu eher negativen Antworten in der Q&A Session hin.

Vor einer Aktivistenkampagne fiel bei einer Mehrheit der Management-Ton bei unvorbereiteten Q&A Sessions negativer aus als bei vorbereiteten Präsentationen. Management „Overselling“ erhöht das Risiko durch Aktivisten.

Dies deutet darauf hin, dass „Overselling“ des Managements das Risiko einer Aktivistenkampagne erhöhen kann, und bietet somit Management umfassende Einblicke, in die Auswirkungen ihrer Präsentation während einer Q&A Session.

## 5. Large Language Modelle – ein Selbstversuch

Als Selbstversuch zur Nutzung von KI Tools in M&A Prozessen, haben wir beispielhaft ein Large Language Modell und haben typische Aufgaben in M&A Prozessen durch das Language Modell bearbeiten lassen. Insgesamt haben wir sieben Bereiche aufgelistet, für welche wir die Funktionalität des Language Modells im Detail getestet haben.

Wie unten im Detail beschrieben, ist das Language Modell bei der Erstellung von Graphischen Elementen bereits nützlich. Dies kann besonders bei der Erstellung von Präsentationen und Marketingunterlagen hilfreich sein. Ebenso ist die Verwendbarkeit zum Benchmarking von Unternehmen zum Screening einer Vielzahl von Unternehmen bereits zu einem gewissen Grad anwendbar, um die manuelle Arbeit zu reduzieren. Darüber hinaus kann man in das Tool auch Geschäftsberichte in PDF Format hochladen, welche das Tool dann analysieren kann. Obwohl die Verwendbarkeit teilweise noch vor technischen Herausforderungen steht, v.a. bei der Verarbeitung von Finanzdaten, ist es trotzdem eine nützliche Funktionalität, welche eine gewisse Zeitersparnis bieten kann.

Abbildung 17 (1/2)

	Input	Output	Wo war es hilfreich?	Beurteilung	Verwendbarkeit
<b>Financial Statement Analyse</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Text Prompt:</b> Berechne die KPI's des Unternehmens anhand der Finanzdaten der letzten drei Jahre</li> <li>• <b>Geschäftsbericht</b></li> <li>• <b>Historische Finanzdaten</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Excel Tabelle mit Performance-Ratios und Margen der letzten Jahre</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Simple Berechnung von standardisierten KPI's</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mangelnde Qualität, Genauigkeit und Zuverlässigkeit</li> </ul>	
<b>Unternehmensbewertung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Text Prompt:</b> Bewerte das Unternehmen mit der DCF-Methode und den folgenden Inputs [...]</li> <li>• <b>5-Jahre Broker Forecasts</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Step-by-step DCF-Bewertung mit eigenen Annahmen für unbekannte Inputs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bietet eine Möglichkeit zur schnellen Berechnung des Unternehmenswertes mit limitierten Inputs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mangelnde Qualität, Genauigkeit und Zuverlässigkeit</li> <li>• Anspruchsvollere Berechnungen mit Sensitivitätsanalysen nur mit viel Aufwand möglich</li> </ul>	
<b>Benchmarking</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Text Prompt:</b> Erstelle eine Liste an Unternehmen in Sektor [...], mit einer Beschreibung und Kategorisierung</li> <li>• <b>Geschäftsbericht</b></li> <li>• <b>Historische Finanzdaten</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tabelle mit Unternehmen, Kategorisierung, kurze Beschreibung und Finanzkennzahlen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erste Ideensammlung von möglichen Unternehmen</li> <li>• Hilfreich zum Screening einer Vielzahl von Unternehmen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fehlende Aussagekraft der Analyse/Bewertung von Unternehmen</li> <li>• Begrenzte Verlässlichkeit der gesammelten Finanzdaten</li> </ul>	
<b>Screening von Geschäftsberichten</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Text Prompt:</b> Vor welchen Herausforderungen stand das Unternehmen im Jahr 2023?</li> <li>• <b>Geschäftsbericht</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stichpunkte zu den makro- und unternehmensspezifischen Herausforderungen</li> <li>• Verweist auf genaue Textpassagen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verweisen auf genaue Informationen</li> <li>• Zusammenfassen von langen Texten</li> <li>• Extrahierung von Finanzdaten aus den Geschäftsberichten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Häufige Fehler bei der Extrahierung von Daten aus Textdokumenten</li> </ul>	

Quelle: UBS

Abbildung 17 (2/2)

	Input	Output	Wo war es hilfreich?	Beurteilung	Verwendbarkeit
<b>Due Diligence Fragenkatalog</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Text Prompt:</b> Erstelle eine Liste mit Due Diligence Fragen, die ein Käufer des Unternehmens in einem M&amp;A Prozess stellen könnte</li> <li>• <b>Geschäftsbericht</b> (falls vorhanden)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Liste mit beispielhaften Fragen für verschiedene Kategorien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erste Ideensammlung von möglichen Fragen</li> <li>• Anpassen von bestehendem Fragekatalog an einen spezifischen Fall</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fehlende Tiefe aufgrund fehlender unternehmens- oder branchenspezifischer Kenntnisse</li> </ul>	
<b>Graphische Elemente</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Text Prompt:</b> Erstelle Bilder von Produkten des Unternehmens, die in einer Präsentation verwendet werden können</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Einfaches Erstellen von individuellen Grafiken aus einfachen Anforderungen</li> <li>• Bestehende Grafiken anpassen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kann keine „echten“ Bilder generieren</li> <li>• Funktioniert am besten für grössere Unternehmen, die Konsumgüter herstellen</li> </ul>	
<b>Erstellen von Verträgen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Text Prompt:</b> Erstelle ein SPA für den Verkauf einer private Gesellschaft nach Schweizer Recht</li> <li>• <b>Beispielhafter SPA</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Word Dokument mit vereinfachtem SPA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erstellen eines sehr groben Entwurfs des Dokuments</li> <li>• Änderung von einfachen Vertragsbestandteilen (Datum, Namen, etc.)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rechtliche Zuverlässigkeit, Vertragsbedingungen</li> </ul>	

Quelle: UBS

## IV. Blick in die Zukunft: Was noch kommen könnte

### 1. Zahlreiche Anwendungsmöglichkeiten in M&A sind erst noch am Anfang

Eine grosse Anzahl der vorgestellten Tools und Modelle zeigen noch eine beschränkte Verwendbarkeit in der täglichen Arbeit in M&A Prozessen. Jedoch lassen sich die Ansätze für künftige Funktionalitäten bereits gut erkennen. Wir

sind davon überzeugt, dass KI in der Zukunft einen bedeutenden Einfluss auf die Arbeit an M&A Prozessen haben wird.

**a) Käufer-Verkäufer-Mapping**

Intelligente Verknüpfung von Käufern mit Verkäufern auf der Grundlage der Akquisitionshistorie.

**b) Tracking aufstrebender Unicorns**

Monitoring potenzieller Unicorns basierend auf öffentlichen Daten.

**c) Verlässlicher Vertragsentwurf/-analyse**

Entwerfen von verschiedenen Verträgen (z.B. NDA, SPA) und verlässliche Analyse individueller Verträge (z.B. Grad der Käuferfreundlichkeit).

**d) Unternehmensbewertungen**

Finanzmodelle und Bewertung von Unternehmen, Anwendung von verschiedenen Bewertungsmethoden und erstellen „Schlüselfertige“ Präsentationen.

**e) Einschätzung Aktienkursauswirkung**

Einschätzung von Einfluss einer Massnahme (z.B. M&A, Ergebnispublikation) auf Aktienkurs.

**f) Aktienanalyse**

Revolution der Research Industrie und schnellere Verarbeitung von Informationen und unabhängigerer Equity Research

**g) Marketing Unterlagen**

Entwerfen von vollständigen Pitches oder Marketingunterlagen (Sell-Side, Buy-Side, Defense).

## V. Fazit

### I. Fazit zu KI-Tools in M&A Prozessen

#### a) Heutiger Nutzen

- Es existieren bereits einige beeindruckende Anwendungsmöglichkeiten von KI zur Unterstützung in M&A Prozessen
- Grosser Nutzen existiert bereits in der Unternehmensidentifikation und dahingehend auch das intelligente Sammeln und Interpretieren von Daten
- Kurzfristig sehen wir das grösste Potential für echte künstliche Intelligenz in textbasierten Anwendungen, da die LLM's dafür besser geeignet sind

#### b) Heutige Herausforderungen

- Trotz der existierenden Anwendungen und Perspektiven von KI-Tools gibt es zum jetzigen Stand noch einige Herausforderungen bei deren Anwendung
- Die mangelnde Verfügbarkeit von (Echtzeit)-Daten stellt Nutzer in einer sich ständig wandelnden Welt vor Schwierigkeiten
- Aktuell ist die mangelnde Genauigkeit und Zuverlässigkeit von Berechnungen noch ein Problem bei zahlenbasierten Analysen, was die Nutzung auf einfachere Aufgaben beschränkt
- Die fehlende Abstrahierungsfähigkeit von Large-Language Modellen schränkt deren Nutzung in M&A Prozessen noch auf die Automatisierung von einfachen, repetitiven Aufgaben ein

#### c) Herausforderungen für Berater

- Die Implementierung von KI-Tools für Berater birgt Compliance-Risiken, insbesondere durch das Hochladen von vertraulichen Kundendaten in externe Netzwerke
- Langsame und komplexe Prozesse in Verbindung mit der ständigen technologischen Weiterentwicklung erschweren die Integration neuer Technologien und die Einhaltung von Sicherheitsstandards
- Die Frage der Verantwortlichkeit bei Fehlern ist eine weitere Hürde, da unklar ist, wer haftet, wenn KI-gesteuerte Prozesse fehlerhafte Ergebnisse liefern oder vollkommen versagen



# Regulatorische und Compliance-Aspekte bei der Übernahme von KI- und FinTech-Unternehmungen

Tina Balzli

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	126
1.	<a href="#">Vorbemerkungen</a>	126
2.	<a href="#">Marktentwicklung und globale Trends</a>	127
3.	<a href="#">Regulatorische Rahmenbedingungen</a>	131
a)	<a href="#">Vorbemerkungen</a>	131
b)	<a href="#">Beispiel EU-KI-Gesetz: Ein Meilenstein der Regulierung?</a>	132
c)	<a href="#">Die Schweiz: Sektorielle KI-Regulierung</a>	136
II.	<a href="#">Spezifische Due-Diligence-Herausforderungen bei KI- und FinTech-Akquisition</a>	139
1.	<a href="#">KI-Unternehmen</a>	139
a)	<a href="#">Vorbemerkungen</a>	139
b)	<a href="#">Regulatorische Anforderungen</a>	140
aa)	<a href="#">KI-Regulierung</a>	140
bb)	<a href="#">Datenschutz</a>	142
cc)	<a href="#">Vertragsgestaltung</a>	143
c)	<a href="#">Geistiges Eigentum</a>	145
aa)	<a href="#">Urheberrechte und Patente</a>	145
bb)	<a href="#">Open Source Software (OSS)</a>	145
cc)	<a href="#">Vertragsgestaltung</a>	147
d)	<a href="#">Datenbezogene Aspekte</a>	148
aa)	<a href="#">Datenquellen und -nutzung</a>	148
bb)	<a href="#">Datensouveränität und -zugang</a>	149
cc)	<a href="#">Vertragsgestaltung</a>	150
e)	<a href="#">Exkurs: Technologische Aspekte</a>	151
aa)	<a href="#">Algorithmische Einzigartigkeit</a>	151
bb)	<a href="#">Technologische Sicherheit &amp; Skalierbarkeit</a>	151
cc)	<a href="#">Vertragsgestaltung</a>	152
2.	<a href="#">FinTech-Unternehmen</a>	152
a)	<a href="#">Vorbemerkungen</a>	152
b)	<a href="#">Finanzmarktregulatorische Compliance</a>	153
aa)	<a href="#">Regulatorische Arbitrage und Cross-Jurisdictional Risks</a>	153
bb)	<a href="#">Strategische Nutzung von Regulierungsausnahmen</a>	154
cc)	<a href="#">Vertragsgestaltung</a>	155
c)	<a href="#">Nutzung von Cloud-Lösungen</a>	155
aa)	<a href="#">Regulatorische und datenschutzrechtliche Anforderungen</a>	155
bb)	<a href="#">Vertragsgestaltung</a>	158

d)	<a href="#">Exkurs: Technologie und Cyber Security</a>	159
aa)	<a href="#">Datenarchitektur und Interoperabilität</a>	159
bb)	<a href="#">Prüfung der Funktionalität der Cybersicherheit</a>	159
cc)	<a href="#">Vertragsgestaltung</a>	160
3.	<a href="#">Übersicht zur Due Diligence und Vertragsgestaltung</a>	160
III.	<a href="#">Fazi</a>	163
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	164
	<a href="#">Materialien</a>	165

## I. Einleitung

### i. Vorbemerkungen

Die Übernahme von KI- und Fintech-Unternehmen setzt ein tiefgehendes Verständnis der vielschichtigen regulatorischen Rahmenbedingungen voraus, die sich aus nationalen und internationalen Vorschriften ergeben.

Während die Schweiz mit ihrer Finanzmarktregulierung, der Aufsicht durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) und generell in der Technologieregulierung bislang einen vergleichsweise flexiblen und innovationsfreundlichen Ansatz verfolgt, ist die Europäische Union (EU) bestrebt, beispielsweise mit ihrem KI-Gesetz (EU-KI-Gesetz)<sup>1</sup> oder der Datenschutz-Grundverordnung (EU-DSGVO)<sup>2</sup>, verbindliche Standards mit durchaus extraterritorialer Wirkung zu setzen.

Dieser Artikel beleuchtet die typischen regulatorischen und compliancebezogenen Herausforderungen bei Transaktionen mit FinTech- und KI-Unternehmen – insbesondere im Hinblick auf die Due Diligence – und zeigt auf, wie diese Besonderheiten durch die Ausgestaltung des Unternehmenskaufvertrags adressiert werden können.

---

<sup>1</sup> Verordnung (EU) 2024/1689 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juni 2024 zur Festlegung harmonisierter Vorschriften für künstliche Intelligenz und zur Änderung der Verordnungen (EG) Nr. 300/2008, (EU) Nr. 167/2013, (EU) Nr. 168/2013, (EU) 2018/858, (EU) 2018/1139 und (EU) 2019/2144 sowie der Richtlinien 2014/90/EU, (EU) 2016/797 und (EU) 2020/1828 (Verordnung über künstliche Intelligenz), ABl. L 2024/1689 vom 12. Juli 2024.

<sup>2</sup> Verordnung (EU) 2016/679 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. April 2016 zum Schutz natürlicher Personen bei der Verarbeitung personenbezogener Daten, zum freien Datenverkehr und zur Aufhebung der Richtlinie 95/46/EG (Datenschutz-Grundverordnung), ABl. L 119 vom 4. Mai 2016, 1-88.

Zur Einordnung des Themas erfolgt zunächst ein Überblick über die Marktentwicklungen und globalen Trends im M&A-Bereich von KI- und FinTech-Unternehmen. Anschließend wird eine einführende Betrachtung der KI-Regulierung in der EU und der Schweiz vorgenommen.

## 2. Marktentwicklung und globale Trends

Die rasanten Fortschritte in den Bereichen künstliche Intelligenz (KI) und Finanztechnologien (FinTech) haben weltweit zu hohen Investitionen in diesen Sektoren geführt. Wesentliche Treiber der Entwicklung sind einerseits die disruptive Innovationskraft der Zielunternehmen und andererseits die strategische Notwendigkeit für etablierte Unternehmen, ihre digitale Transformation zu beschleunigen. So zeigte sich etwa im globalen M&A-Geschäft insbesondere im Jahre 2021 ein Boom, auch da viele Firmen Übernahmen als Mittel nutzen, um mit dem digitalen Wandel Schritt zu halten.<sup>3</sup>

Aktuelle Studien belegen, dass rund vier von fünf Unternehmen KI inzwischen als strategische Priorität betrachten.<sup>4</sup> KI wird dabei als zentraler Bestandteil der Digitalisierung längst nicht mehr nur im Tech- oder Start-up-Sektor, sondern branchenübergreifend in den verschiedensten Unternehmen implementiert. Prognosen gehen davon aus, dass die weltweiten Investitionen in KI-Technologien bis 2025 voraussichtlich etwa USD 200 Milliarden erreichen werden.<sup>5</sup> Die Schwerpunkte der Investitionen liegen insbesondere in den Bereichen maschinelles Lernen und generative KI, etwa in Form von Chatbots, sowie in Systemen mit direkter Mensch-Maschine-Interaktion (*machines with human interface*). So verzeichnete allein das Segment der generativen KI (zu dem auch fortgeschrittene Chatbots gehören) im Jahr 2024 weltweit private Investitionen in Höhe von rund USD 33,9 Milliarden.<sup>6</sup>

In Europa entfällt nach wie vor ein erheblicher Anteil der Übernahmen auf den Technologiesektor. So waren beispielsweise in Deutschland im Jahr 2022 knapp 29% aller M&A-Transaktionen mit ausländischen PE-Investoren dem

---

<sup>3</sup> Etwa Bain & Company, M&A-Report 2022, abrufbar unter <<https://www.bain.com/de/ueber-uns/presse/pressemitteilungen/germany/2022/ma-geschafft-bricht-alle-rekorde>>.

<sup>4</sup> Vgl. etwa den AI Statistics Blog, abrufbar unter <<https://explodingtopics.com/blog/ai-statistics>>.

<sup>5</sup> Z.B. Goldman Sachs, AI investment forecast to approach USD 200 billion globally by 2025, abrufbar unter <<https://www.goldmansachs.com/insights/articles/ai-investment-forecast-to-approach-200-billion-globally-by-2025>>.

<sup>6</sup> Zum Ganzen HAI Stanford University, The 2025 AI Index Report, abrufbar unter <[https://hai.stanford.edu/assets/files/hai\\_ai\\_index\\_report\\_2025.pdf](https://hai.stanford.edu/assets/files/hai_ai_index_report_2025.pdf)>.

Tech-Bereich zuzuordnen. Besonders gefragt waren dabei KI-gestützte Finanzlösungen wie algorithmische Handelsplattformen oder automatisierte Risikomanagementsysteme.<sup>7</sup> In jüngerer Zeit hat sich dieser Trend jedoch etwas abgeschwächt. Global sind die Transaktionswerte nach 2021 nicht nur, aber insbesondere im Technologiesektor deutlich zurückgegangen. Schätzungen zufolge lagen sie im Jahr 2023 rund 45% unter den Höchstständen von 2021.<sup>8</sup> Auch die FinTech-Investitionen in der Schweiz und in Liechtenstein verzeichnen seit 2021 einen Rückgang. So sank das investierte Venture-Capital-Volumen von CHF 605 Millionen im Jahr 2022 um etwa ein Viertel auf CHF 457 Millionen im Jahr 2023. Gleichzeitig ging die Zahl der Finanzierungsrunden von 84 auf 68 zurück.<sup>9</sup>

Dieser negative Trend bei den FinTech-Investitionen in der Schweiz und in Liechtenstein setzte sich im Jahr 2024 mit einem Venture-Capital-Volumen von nur noch CHF 301 Millionen und 54 Finanzierungsrunden fort.<sup>10</sup> Der globale Rückgang von M&A-Transaktionen nach 2021 wird vor dem Hintergrund makroökonomischer Unsicherheiten mit einer höheren Selektivität seitens der Investoren erklärt. (Ehemals) steigende Zinsen und verschärfte Finanzierungsbedingungen führen dazu, dass Übernahmeentscheidungen deutlich vorsichtiger und kritischer getroffen werden.<sup>11</sup>

Insgesamt ist der Markt für KI und FinTech durch erhebliche regionale Unterschiede geprägt. Die USA dominieren bei KI-Investitionen, setzen globale Trends und Innovationen. So erreichten die privaten KI-Investitionen in den USA im Jahr 2024 etwa USD 109 Milliarden und übertrafen damit die chinesischen Investitionen von rund USD 9,3 Milliarden um den Faktor 12.<sup>12</sup> Europa weist demgegenüber eine gewisse Stärke im FinTech-Bereich auf. Grossbritannien belegte 2023 mit rund USD 5,1 Milliarden an FinTech-Investitionen den zweiten Rang weltweit hinter den USA<sup>13</sup>, sieht sich jedoch mit zunehmendem

---

<sup>7</sup> PwC Deutschland, Studie: M&A-Aktivitäten ausländischer Investoren 2022, abrufbar unter <<https://www.pwc.de/de/private-equity/m-and-a-aktivitaeten-auslaendischer-investoren-in-deutschland.html>>.

<sup>8</sup> Bain & Company, M&A-Report 2024, abrufbar unter <<https://www.bain.com/insights/looking-back-m-and-a-report-2024>>.

<sup>9</sup> HSLU IFZ FinTech Study 2024, 17.

<sup>10</sup> HSLU IFZ FinTech Study 2025, 20.

<sup>11</sup> Bain & Company, M&A-Report 2024; zur Rückläufigkeit in den globalen Fintech-Investitions-Trends insbesondere mit einer gewissen Erholung in Q4 2024 vgl. auch KPMG, Pulse of Fintech H2'24, abrufbar unter <<https://kpmg.com/xx/en/what-we-do/industries/financial-services/pulse-of-fintech.html>>.

<sup>12</sup> HAI Stanford University, The 2025 AI Index Repor.

<sup>13</sup> Innovate Finance, Fintech Investment Landscape 2023, abrufbar unter <<https://www.innovatefinance.com/capital/fintech-investment-landscape-2023>>.

Regulierungsdruck konfrontiert. Insbesondere das neue EU-KI-Gesetz schafft mit Bezug auf die EU einen strikteren Rechtsrahmen für KI-Anwendungen.<sup>14</sup>

Asien wiederum, allen voran China, verzeichnet sowohl im KI- als auch im FinTech-Bereich ein rapides Wachstum. China investiert massiv in KI-Forschung und holt bei der Entwicklung leistungsfähiger KI-Modelle schnell zu den führenden Nationen, insbesondere den USA auf.<sup>15</sup> Bereits 2023 zeigte sich, dass asiatische Länder im FinTech-Sektor auf dem Vormarsch sind. Erstmals übertraf das von den Top-10-Ländern Asiens angezogene FinTech-Investitionsvolumen jenes der europäischen Top-10-Länder.<sup>16</sup>

Angesichts der angesprochenen US-Dominanz und der rapiden asiatischen Expansion in den innovativen Bereichen der KI und FinTechs kam mitunter der sog. Draghi-Bericht<sup>17</sup> vom September 2024 zu einer eher düsteren Einschätzung der zukünftigen europäischen Wettbewerbsfähigkeit. Der Bericht wurde von der Europäischen Kommission in Auftrag gegeben, nachdem festgestellt worden war, dass sich seit der Jahrtausendwende zwischen der EU und den USA bei verschiedenen Kennzahlen eine grosse Lücke aufgetan hat, die vor allem auf eine stärkere Verlangsamung des Produktivitätswachstums in Europa zurückzuführen ist. Entsprechend ist das real verfügbare Pro-Kopf-Einkommen in den USA seit dem Jahr 2000 fast doppelt so stark gestiegen wie in den EU-Mitgliedsstaaten.<sup>18</sup>

Ein Grund für den verhältnismässigen Produktivitätsverlust liegt darin, dass Europa die digitale Revolution, die vom Internet angeführt wurde, nicht in gleichem Masse nutzen konnte wie die USA. Gemäss Draghi lässt sich die Produktivitätslücke zwischen der EU und den USA sogar grösstenteils auf den Technologiesektor zurückführen. Aufgrund des demographischen Wandels wird das Wachstum in Europa zukünftig ausserdem nicht mehr durch steigende Bevölkerungszahlen unterstützt werden. Künftiges Wachstum in Europa wird Draghi zufolge somit im Wesentlichen von der Möglichkeit, die Produktivität zu steigern, abhängen. Um die Wirtschaft in genügendem Masse zu digitalisieren und zu dekarbonisieren und gleichzeitig die europäische Ver-

---

<sup>14</sup> Ausführlicher zum EU-KI-Gesetz unten Abschnitt [1.3.b](#)); für eine allgemeine Einführung zum EU-KI-Gesetz vgl. z.B. auch Schwenke, 205 ff. oder Staehelin, 58 ff.

<sup>15</sup> HAI Stanford University, AI Index 2025: State of AI in 10 Charts, abrufbar unter <https://hai.stanford.edu/news/ai-index-2025-state-of-ai-in-10-charts>>; KPMG, Pulse of Fintech H2'24.

<sup>16</sup> Innovate Finance, Fintech Investment Landscape 2023.

<sup>17</sup> Draghi; zu den Konsequenzen aus dem Draghi-Bericht vgl. European Commission, An EU Compass to regain competitiveness and secure sustainable prosperity, 29. Januar 2025, Brüssel, *passim*.

<sup>18</sup> Zum Ganzen Draghi, 5.

teidigungskapazität zu erhöhen, kommt der Draghi-Bericht zum Schluss, dass die Investitionsquote in Europa um etwa 5 Prozentpunkte des BIP steigen muss. Dies sei ein Niveau, das zuletzt in den 1960er und 70er Jahren erreicht wurde und beispielsweise sei. Die zusätzlichen Investitionen, die zum Vergleich durch den Marshallplan zwischen 1948–51 bereitgestellt wurden, beliefen sich auf jährlich etwa 1–2% des BIP.<sup>19</sup>

Hervorzuheben ist, dass gerade die „vertikale Integration“ von KI in die europäische Industrie gemäss Draghi ein entscheidender Faktor für die Steigerung der europäischen Produktivität sein wird.<sup>20</sup> Unter einer vertikalen Integration von KI wird dabei die Integration von KI-Anwendungen in bestehende Sektoren und Unternehmungen verstanden. Es wird davon ausgegangen, dass eine entsprechende KI-Integration in den verschiedensten Branchen von entscheidender Bedeutung sein wird, um im entsprechenden Sektor führend zu bleiben. Dazu gehört insbesondere der Pharma-, Automobil- und Energiesektor aber auch der Finanzsektor, was vorliegend insbesondere von Interesse ist.

Es darf weiterhin davon ausgegangen werden, dass sowohl die in Europa zu erwartenden Mehrinvestitionen der privaten und der öffentlichen Hand in den Tech-Bereich als auch die Notwendigkeit der vertikalen Integration von KI in die bestehende Industrie wieder zu einer *Ankurbelung der M&A-Transaktionen oder Joint-Ventures* mit KI- und Tech-Unternehmungen führen wird, da die etablierten Unternehmen die notwendigen Innovationen nicht alle selbst werden entwickeln können und diese einkaufen müssen. Zusammen mit dem europäischen Investitionsdefizit stellt allerdings die komplexe und sich ständig verändernde Regulierungslandschaft innerhalb der EU eine erhebliche Hürde für die Skalierung von Unternehmen aus den Bereichen KI und FinTech dar.

Während die Schweiz im Finanzmarkt- oder Technologiebereich noch über eine vergleichsweise pragmatische Regulierung verfügt, verfolgen viele EU-

---

<sup>19</sup> Zum Ganzen Draghi, 5, der u.a. weiterhin ausführt, dass lediglich vier der 50 weltweit führenden Technologieunternehmen europäisch sind und dass es in der EU kein Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung von über 100 Milliarden Euro gibt, das in den letzten fünfzig Jahren neu gegründet wurde, während in den USA alle sechs Unternehmen mit einer Bewertung von über 1 Billion Euro in diesem Zeitraum gegründet wurden. Die Botschaften des Draghi-Berichts wurden im Brüssel wohl grundsätzlich verstanden und Ende Januar 2025 legte die Kommission ihren Kompass für Wettbewerbsfähigkeit vor, einen neuen Fahrplan zur Wiederherstellung der Dynamik Europas und zur Ankurbelung des Wirtschaftswachstums. Dieser baut auf der Analyse des Draghi-Berichts auf und bietet einen strategischen Rahmen, um die Arbeit der Kommission für die nächsten fünf Jahre voranzutreiben (vgl. European Commission, An EU Compass to regain competitiveness and secure sustainable prosperity, Brüssel, 29. Januar 2025, abrufbar unter <[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_25\\_339](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_339)>).

<sup>20</sup> Zum Ganzen Draghi, 25.

Regulierungen einen präventiven Ansatz. Sie schreiben bestimmte Geschäftspraktiken im Voraus vor, um potenzielle Risiken im Nachhinein zu vermeiden.<sup>21</sup> In diesem Sinne stellen sowohl das 2024 in Kraft getretene EU-KI-Gesetz wie zuvor schon die EU-DSGVO im Datenschutzbereich eine Zäsur dar.

Hochrisiko-KI-Systeme, wie sie beispielsweise in der Kreditvergabe, Betrugserkennung oder Geldwäschereiprävention eingesetzt werden, müssen strenge Transparenz- und Sicherheitsanforderungen erfüllen. Das EU-KI-Gesetz sieht auch zusätzliche regulatorische Anforderungen für sog. KI-Modelle mit allgemeinem Verwendungszweck (*General-Purpose AI (GPAI)*)<sup>22</sup> vor, die einen vorgegebenen Schwellenwert für die Rechenleistung überschreiten. Diese Schwellenwerte werden jedoch von einigen Modellen nach dem Stand der Technik bereits überschritten, was die Innovation faktisch einschränkt.<sup>23</sup>

Die Beschränkungen bei der Datenspeicherung und -verarbeitung sowohl unter dem revidierten schweizerischen Datenschutzgesetz (DSG) als auch gemäss der EU-Datenschutz-Grundverordnung (DSGVO) verursachen hohe Compliance-Kosten und behindern die Erstellung grosser, integrierter Datensätze, die beispielsweise für die Schulung von KI-Modellen benötigt werden. Dies ist ein kritischer Punkt für KI-Unternehmen, die für ihre Modelle oft auf grosse Mengen personenbezogener Daten angewiesen sind.<sup>24</sup>

### 3. Regulatorische Rahmenbedingungen

#### a) Vorbemerkungen

KI- und FinTech-Unternehmen bewegen sich in einem Umfeld, in dem spezifische rechtliche Anforderungen besonders wichtig sind. Dazu gehören einerseits regulatorische Anforderungen, wie das EU-KI-Gesetz oder die Finanzmarktgesetzgebung, inklusive möglicher Anforderungen an die IT- und Cybersicherheit sowie das Datenschutzrecht und andererseits die Regulierung des geistigen Eigentums.

Aufgrund der Aktualität bietet es sich zunächst an, einen kurzen Überblick über die Bestimmungen des EU-KI-Gesetzes zu geben, wobei insbesondere

---

<sup>21</sup> Zu letzterem Draghi, 30.

<sup>22</sup> Zur Definition der KI-Modelle mit allgemeinem Verwendungszweck s. unten Abschnitt [1.3.b](#).

<sup>23</sup> So Draghi, 30; ausführlicher zum EU-KI-Gesetz unten Abschnitt [1.3.b](#).

<sup>24</sup> Ausführlicher zu den datenschutzrechtlichen Aspekten bei KI- und FinTech-Unternehmen s. unten Abschnitt [II.1.b.bb](#).

die Auswirkungen des Gesetzes auf Unternehmen aus Drittländern von Interesse sind. Anschliessend folgt ein Überblick über den aktuellen Stand der Bestrebungen zu einer KI-Regulierung in der Schweiz.

## b) Beispiel EU-KI-Gesetz: Ein Meilenstein der Regulierung?

Das EU-KI-Gesetz stellt den weltweit ersten umfassenden Rechtsrahmen für künstliche Intelligenz dar und verfolgt das Ziel, Innovation zu fördern und gleichzeitig die Risiken für Sicherheit, Grundrechte und demokratische Werte zu minimieren. Die Verordnung basiert auf einem risikobasierten Ansatz und unterteilt KI-Systeme nach ihrem Risikopotenzial in vier Kategorien, die jeweils spezifische Anforderungen mit sich bringen:

- (1) KI-Systeme mit *unannehmbarem Risiko*, die fundamentale Rechte verletzen sind *verboten* und dürfen innerhalb der EU weder in Verkehr gebracht noch eingesetzt werden.<sup>25</sup>
- (2) Als *Hochrisiko-KI-Systeme* werden KI-Systeme qualifiziert, die ein *hohes Risiko* für die Gesundheit, Sicherheit oder Grundrechte von Personen darstellen können. Hochrisiko-KI-Systeme werden in *zwei Unterkategorien* aufgeteilt, einerseits in KI-Systeme, die als *Sicherheitsbauteil* eines Produktes dienen oder *selbst ein Produkt* darstellen, welches bereits nach EU-Vorschriften eine Dritt-Konformitätsprüfung erfordert und andererseits in KI-Systeme in den *kritischen Anwendungsbereichen* gemäss Anhang III des EU-AI-Gesetzes<sup>26</sup>. Der Einsatz von Hochrisiko-KI ist nicht verboten. Das EU-KI-Gesetz erlaubt solche Systeme allerdings nur, wenn sie alle vorgeschriebenen, *besonderen Anforderungen* erfüllen und vor Markteinführung eine *Konformitätsbewertung* durchlaufen haben.<sup>27</sup>

---

<sup>25</sup> Als die *acht verbotenen Praktiken im KI-Bereich* nach Art. 5 EU-KI-Gesetz gelten manipulative Beeinflussung, Ausnutzung von Verwundbarkeiten, Soziales Scoring, Vorhersage von Straffälligkeit, willkürliche biometrische Datensammlung, Emotionserkennung in sensiblen Bereichen, biometrische Kategorisierung sensibler Merkmale und Biometrische Fernidentifizierung in Echtzeit.

<sup>26</sup> Die in Anhang III des EU-KI-Gesetzes aufgelisteten *kritischen Anwendungsbereiche* umfassen unter anderem die kritische Infrastruktur, Bildung und Ausbildung, Beschäftigung und Personalmanagement, wichtige private und öffentliche Dienste, Strafverfolgung und öffentliche Sicherheit, Migration, Asyl und Grenzkontrolle sowie Rechtsprechung und demokratische Prozesse.

<sup>27</sup> Zur Regulierung der Hochrisiko-KI-Systeme s. Art. 6 ff. EU-KI-Gesetz. Zu den *Anforderungen an Hochrisiko-KI* gehören unter anderem Risikomanagementsysteme zur kontinuierlichen Bewertung von Sicherheits- und Diskriminierungsrisiken, die Gewährleistung der Datenqualität durch Training mit repräsentativen, unverzerrten Datensätzen, eine umfassende technische Dokumentation zum Nachweis der Konformität mit EU-Standards, die automatische Aufzeichnung von wichtigen Vorgängen und Ereignissen, Transparenz in der Betriebsweise und Informationen für die Betreiber, die Möglichkeit menschlicher Aufsicht,

- (3) In die Kategorie *KI-Systeme mit begrenztem Risiko*, fallen KI-Anwendungen, die zwar keine hohen Risiken verursachen, aber bei deren Nutzung Transparenz für die Vertrauensbildung wichtig ist. Das EU-KI-Gesetz verbietet den Einsatz nicht, schreibt aber *gezielte Transparenzpflichten* vor, dass die Nutzerinnen und Nutzer mit einer KI interagieren.<sup>28</sup>
- (4) *KI-Systeme mit minimalem oder keinem Risiko* sind solche, die weder verboten noch als (hoch)risikobehaftet eingestuft werden.<sup>29</sup> Für diese weiten Kategorien, wozu die Mehrzahl der KI-Anwendungen im Alltag gehören wird, macht das EU-KI-Gesetz keine spezifischen Auflagen. Der Gesetzgeber setzt hier auf Marktanreize und freiwillige Selbstregulierung. Anbieter und Betreiber von KI-Systemen mit minimalem oder keinem Risiko können sich an freiwillige Verhaltenskodizes halten, sind aber rechtlich nicht dazu verpflichtet.<sup>30</sup>

Als Sonderfall adressiert das EU-KI-Gesetz die sogenannten *KI-Modelle mit allgemeinem Verwendungszweck*<sup>31</sup> (*General-Purpose AI* oder *GPAI*). Damit sind grundlegende KI-Modelle gemeint, die eine erhebliche allgemeine Verwendbarkeit aufweist und in der Lage ist, unabhängig von der Art und Weise seines Inverkehrbringens ein breites Spektrum unterschiedlicher Aufgaben kompetent zu erfüllen, und das in eine Vielzahl nachgelagerter Systeme oder Anwendungen integriert werden kann. Prominente Beispiele sind grosse Sprachmodelle wie GPT-4, die u.a. Chatbots antreiben. Für die verschiedenen Akteure gemäss dem EU-KI-Gesetz<sup>32</sup> definiert dieses verschiedene Pflichten in Hinblick auf KI-Modelle mit allgemeinem Verwendungszweck.<sup>33</sup>

---

um Entscheidungen zu überprüfen oder zu stoppen, Genauigkeit, Robustheit und Cybersicherheit sowie die obligatorische CE-Kennzeichnung durch bezeichnete Stellen.

<sup>28</sup> Konkret definiert das EU-KI-Gesetz vier Arten von KI-Systemen mit spezifischen Transparenzpflichten (Art. 50 EU-KI-Gesetz), bei denen Anbieter bzw. Betreiber bestimmte Hinweise geben müssen: (1) KI-Interaktionssysteme (z.B. Chatbots); (2) generative KI (synthetische Inhalte, d.h. KI-Systeme, die Audio-, Bild-, Video- oder Textinhalte künstlich erzeugen); (3) KI-Systeme mit Emotionserkennung und biometrischer Kategorisierung; (4) sog. Deepfakes, bei denen ein KI-System genutzt wird, um synthetische oder manipulierte Inhalte zu erzeugen, die die echten Personen, Ereignissen oder Daten ähneln.

<sup>29</sup> Beispiele für KI-Systeme mit minimalem oder keinem Risiko sind etwa KI-gestützte Spam-Filter oder Videospiele.

<sup>30</sup> Zu den Verhaltenskodizes für die freiwillige Anwendung bestimmter Anforderungen s. Art. 95 EU-KI-Gesetz.

<sup>31</sup> Zur Definition des Begriffs „KI-Modelle mit allgemeinem Verwendungszweck“ s. Art. 3 Ziff. 63 EU-KI-Gesetz.

<sup>32</sup> Die verschiedenen „Akteure“ nach dem EU-KI-Gesetz sind die Anbieter, Produkthersteller, Betreiber, Bevollmächtigten, Einführer und Händler (Art. 3 Ziff. 8 EU-KI-Gesetz).

<sup>33</sup> Zur Regelung von KI-Modellen mit allgemeinem Verwendungszweck vgl. Art. 51 ff. EU-KI-Gesetz.

Der EU-KI-Gesetzgebung kommt eine *weitreichende extraterritoriale Wirkung* zu. Sie erfasst alle KI-Systeme, die im EU-Binnenmarkt in Verkehr gebracht oder betrieben werden, unabhängig davon, ob Anbieter und Entwicklungsteam ausserhalb der Union sitzen.<sup>34</sup> Dies betrifft sowohl Cloud-Anwendungen und Software-as-a-Service-Angebote als auch in physische Produkte eingebettete KI-Systeme. Selbst wenn ein System komplett ausserhalb der EU entwickelt wurde, unterliegt es den Vorschriften des EU-KI-Gesetzes, sobald es in der EU zum Einsatz kommt – sei es beispielsweise zur Bewerberauswahl in Deutschland oder zur medizinischen Diagnostik in Frankreich.

Unternehmen aus Drittstaaten, die ihre KI-Systeme auf dem EU-Markt in den Verkehr bringen möchten, müssen daher die Anforderungen an Qualitätskontrollen, Transparenz und Datenschutz gemäss dem EU-KI-Gesetz erfüllen. Dazu zählt insbesondere die Einstufung aller eingesetzten KI-Systeme nach den Risikokategorien sowie die Ergreifung der erforderlichen Massnahmen gemäss Risikoeinstufung, insbesondere für Hochrisiko-KI-Systeme. Die Einhaltung dieser Anforderungen zieht nicht nur technische Anpassungen, wie beispielsweise Schnittstellen für die Möglichkeit menschlicher Aufsicht, nach sich, sondern verursacht auch Kosten für Zertifizierungen, umfangreiche Dokumentationen und die Validierung von Datensätzen.

Um die Compliance sicherzustellen, sollten Unternehmen aus Drittländern zunächst eine *umfassende Risikobewertung* aller KI-Systeme durchführen und auf dieser Grundlage interne *Governance-Strukturen* etablieren, etwa Ethik- und Aufsichtsgremien. Parallel dazu empfiehlt sich eine enge Kooperation mit EU-Zertifizierungsstellen sowie spezialisierten Rechts- und Compliance-Beratern. Darüber hinaus ist es unerlässlich, Mitarbeitende regelmässig in den Bereichen KI-Risiken, Datenschutz und Transparenzpflichten zu schulen<sup>35</sup>, um die unternehmensweiten Prozesse zu verankern und auditfest zu gestalten.

Anbieter, die in Drittländern niedergelassen sind, müssen vor der Bereitstellung ihrer *Hochrisiko-KI-Systeme* auf dem Unionsmarkt schriftlich einen in der Union niedergelassenen *Bevollmächtigten* benennen.<sup>36</sup> Dieser EU-Repräsentant dient als Ansprechpartner für die Behörden und ist für die Überwachung

---

<sup>34</sup> Der Anwendungsbereich des EU-KI-Gesetzes ist in Art. 2 EU-KI-Gesetz geregelt.

<sup>35</sup> Vgl. Art. 4 EU-KI-Gesetz wonach die Anbieter und Betreiber von KI-Systemen Massnahmen ergreifen müssen, um nach besten Kräften sicherzustellen, dass ihr Personal und andere Personen, die in ihrem Auftrag mit dem Betrieb und der Nutzung von KI-Systemen befasst sind, über ein ausreichendes Mass an KI-Kompetenz verfügen, wobei ihre technischen Kenntnisse, ihre Erfahrung, ihre Ausbildung und Schulung und der Kontext, in dem die KI-Systeme eingesetzt werden sollen, sowie die Personen oder Personengruppen, bei denen die KI-Systeme eingesetzt werden sollen, zu berücksichtigen sind.

<sup>36</sup> Art. 22 (1) EU-KI-Gesetz.

der Konformität mit dem EU-KI-Gesetz verantwortlich.<sup>37</sup> Die Wahl eines zuverlässigen und kompetenten EU-Bevollmächtigten ist entscheidend, da dieser im Falle von Verstößen in Regress genommen werden kann.

Das EU-KI-Gesetz ist nicht isoliert zu betrachten, sondern *interagiert mit anderen Rechtsvorschriften*. Insbesondere ergänzt es die EU-DSGVO in vielen Bereichen, weshalb eine sorgfältige *Abstimmung der jeweiligen Compliance-Strategien* erforderlich ist. So stellt es beispielsweise hohe Anforderungen an die *Qualität der Daten*, die zum Training von KI-Systemen (Trainingsdaten) verwendet werden und überschneidet sich in diesem Bereich mit der EU-DSGVO.<sup>38</sup> Hochrisiko-KI-Systeme müssen mit hochwertigen, repräsentativen und unverzerrten Datensätzen trainiert werden, die den Vorgaben der EU-DSGVO entsprechen. Unternehmen sind verpflichtet, die Herkunft und Zusammensetzung ihrer Trainingsdaten offenzulegen und nachzuweisen, dass diese keine diskriminierenden Verzerrungen enthalten. Zudem kann es erforderlich sein, die Verarbeitung von Daten für Cloud-basierte KI-Systeme innerhalb der EU vorzunehmen, um Konflikte mit der EU-DSGVO, insbesondere im Hinblick auf den Datentransfer in Drittländer, zu vermeiden.<sup>39</sup> Darüber hinaus sind *branchenspezifische Vorgaben* zu berücksichtigen, etwa im Bereich der Medizinprodukte oder, wie vorliegend von Interesse, der Finanzdienstleistungen. Ein ganzheitlicher Ansatz ist daher unerlässlich.

Die Einhaltung des EU-KI-Gesetzes muss durch entsprechende *Nachweise (Konformitätsnachweis)* belegt werden. Für Hochrisiko-KI ist in der Regel eine Zertifizierung durch eine benannte Stelle erforderlich<sup>40</sup>. Drittstaatenunternehmen müssen dabei mit EU-anerkannten Zertifizierungsstellen kooperieren, um die Konformität ihrer KI-Systeme nachzuweisen.<sup>41</sup> Eine umfassende technische Dokumentation, die das Design, die Trainings- und Testverfahren sowie das Risikomanagement abdeckt und in einer Amtssprache der EU verfasst ist, ist unabdingbar. Darüber hinaus müssen Hochrisiko-KI-Systeme die CE-Kennzeichnung tragen, welche die Übereinstimmung mit den EU-Vorschriften signalisiert.

---

<sup>37</sup> Art. 22 (2) EU-KI-Gesetz.

<sup>38</sup> Zur Rechtmässigkeit der Benutzung personenbezogener Daten zum Trainieren künstlicher Intelligenz nach den Vorschriften des DSG und des EU-DSGVO vgl. Thouvenin/Volz, 630; Volz, 52 ff.; Haase, 66 ff.; zum Training von KI-Modellen mit personenbezogenen Daten im Lichte der Stellungnahme des Europäischen Datenschutzausschusses (ESDA) vgl. Kaulartz/Matthiesen, 141 ff.

<sup>39</sup> Blonski, 993 mit Fn. 15 zur Problematik des US CLOUD Act (Clarifying Lawful Overseas Use of Data vom 2. Juni 2028 H.R.4943 – 115th Congress 2017-2018, abrufbar unter <<https://www.congress.gov/bill/115th-congress/senate-bill/2383>>.

<sup>40</sup> Vgl. Art. 43 EU-KI-Gesetz zur Konformitätsbewertung und schon oben in diesem Abschnitt.

<sup>41</sup> Betr. Konformitätsbewertungsstellen in Drittländern vgl. Art. 39 EU-KI-Gesetz.

Die Einhaltung des EU-KI-Gesetzes wird von den zuständigen Behörden überwacht. Gemäss den geltenden Bestimmungen sind Unternehmen dazu verpflichtet, die kontinuierliche Überwachung ihrer KI-Systeme auch nach der Markteinführung sicherzustellen. Darüber hinaus sind Vorfälle zu melden und Updates bereitzustellen. Verstösse gegen das EU-KI-Gesetz können mit empfindlichen Sanktionen geahndet werden. Dazu zählen Geldbussen von bis zu EUR 30 Millionen oder 7% des weltweiten Jahresumsatzes, je nachdem, welcher Betrag höher ist. Im Falle schwerwiegender Verstösse droht zudem der Ausschluss der betroffenen KI-Systeme vom EU-Markt, was erhebliche Reputations- und Umsatzverluste nach sich ziehen kann.<sup>42</sup>

Insgesamt stellt das EU-KI-Gesetz Unternehmen aus Drittstaaten vor komplexe Herausforderungen. Die Umsetzung der Anforderungen erfordert erhebliche Investitionen in technische Anpassungen, Rechtsberatung und Compliance-Prozesse. Gleichzeitig ermöglicht die Einhaltung des EU-KI-Gesetzes den Zugang zum relevanten EU-Markt und kann die Reputation als vertrauenswürdiger Anbieter stärken, was auch innerhalb von M&A-Transaktionen zu einem Mehrwert führen kann.

### c) Die Schweiz: Sektorielle KI-Regulierung

Derzeit gibt es in der Schweiz keine KI-spezifische, übergreifende Gesetzgebung. Bislang werden in Sektoren, in denen KI wahrscheinlich erhebliche Auswirkungen haben wird und in denen Gesetzesänderungen für mehr Klarheit und Sicherheit sorgen können, bei Bedarf spezifische regulatorische Anpassungen vorgenommen.<sup>43</sup> Im November 2020 verabschiedete der Bundesrat zudem seine Leitlinien Künstliche Intelligenz für den Bund. Die insgesamt sieben Leitlinien sollen einen allgemeinen Orientierungsrahmen und eine kohärente Politik in Bezug auf KI für die Bundesverwaltung sowie die Träger von Verwaltungsaufgaben des Bundes gewährleisten.

Angesichts der raschen Entwicklung und Nutzung von KI wurden zuletzt Forderungen nach einer detaillierteren Klärung der Rechtslage laut. Entsprechend beauftragte der Bundesrat im November 2023 das Eidgenössische Departement für Umwelt, Verkehr, Energie und Kommunikation (UVEK) sowie das Eidgenössische Departement für auswärtige Angelegenheiten (EDA) mit der Analyse möglicher Regulierungsansätze für KI in der Schweiz.<sup>44</sup> KI ist zudem eine Priorität im Legislaturplan 2023–2027 des Bundesrates.

---

<sup>42</sup> Zu den Sanktionen vgl. Art. 99 ff. EU-KI-Gesetz.

<sup>43</sup> Vgl. dazu BAKOM, Überblick zu aktuellen sektoriellen Regulierungsaktivitäten.

<sup>44</sup> Für eine Auslegeordnung zu den Regulierungsansätzen im Bereich künstliche Intelligenz vgl. auch BJ, Rechtliche Basisanalyse.

Daraufhin legte das UVEK dem Bundesrat am 12. Februar 2025 über das Bundesamt für Kommunikation (BAKOM) eine *Auslegeordnung zur Regulierung von künstlicher Intelligenz (KI-Bericht)* vor. In diesem wurden die bestehende Schweizer Gesetzgebung, sektorspezifische Vorschriften, internationale Regulierungsansätze für KI sowie relevante wirtschafts- und europapolitische Auswirkungen berücksichtigt. Im Rahmen des KI-Berichts wurden drei mögliche Regulierungsansätze in Betracht gezogen und dem Bundesrat vorgelegt:

1. *Sektorspezifische Regulierung*: Die Schweizer KI-Regulierung würde weiterhin sektorspezifisch weiterentwickelt und bei Bedarf Schlüsselbereiche wie den Datenschutz, das Arbeitsrecht oder das Haftungsrecht abdecken. Eine übergreifende KI-Regulierung wäre nicht geplant, und sektorübergreifende Herausforderungen würden durch bestehende Konsultations- oder Selbstregulierungsprozesse angegangen.
2. *Ratifizierung des KI-Rahmenübereinkommens*: Die Schweiz könnte das KI-Rahmenübereinkommen entweder mit einer minimalen oder einer umfassenderen Umsetzung ratifizieren. Ein minimaler Ansatz würde dem Staat strengere Verpflichtungen auferlegen als privaten Akteuren, während eine umfassendere Umsetzung ähnliche Verpflichtungen auf den staatlichen und privaten Sektor ausdehnen würde, insbesondere in Bezug auf Schlüsselthemen wie Transparenz- und Risikobewertungen.
3. *Anpassung an das EU-KI-Gesetz*: Die Schweiz könnte einen risikobasierten Ansatz im Einklang mit dem EU-KI-Gesetz verfolgen, was den Zugang zum EU-Markt erleichtern könnte, aber auch zu einer höheren Regulierungslast führen würde.

Neben diesen Regulierungsansätzen könnten auch *zusätzliche Massnahmen* ergriffen werden, insbesondere im Zusammenhang mit der Nutzung von regulatorischen Sandkästen – das heisst Umgebungen, in denen Unternehmen KI unter vermindeter Regulierung entwickeln und testen können – sowie einer Vereinbarung zwischen der Schweiz und der EU über die gegenseitige Anerkennung von Konformitätsbewertungen nach dem EU-KI-Gesetz und/oder schweizerischem Recht.<sup>45</sup>

Am 12. Februar 2025 entschied sich der Bundesrat für den zweiten Ansatz und somit dafür, das *KI-Rahmenübereinkommen* zu ratifizieren und in das schweizerische Recht aufzunehmen. Gleichzeitig beauftragte der Bundesrat das Bundesamt für Justiz (BJ), gemeinsam mit dem UVEK einen Entwurf für ein Umsetzungsgesetz des *KI-Rahmenübereinkommens* zu erarbeiten und Pläne für

---

<sup>45</sup> Zu einem möglichen Rechtsrahmen für den Einsatz von KI in der Schweiz vgl. auch Thouvenin/Volz, 613 ff.

weitere unverbindliche Massnahmen zu erstellen. Ergebnisse werden bis Ende 2026 erwartet.<sup>46</sup>

Das KI-Rahmenübereinkommen selbst ist ein Übereinkommen, das die *Einhaltung internationaler Standards* in den Bereichen Menschenrechte, Demokratie und Rechtsstaatlichkeit während des gesamten Lebenszyklus von KI-Systemen sicherstellen soll. Es enthält keine detaillierten und risikobasierten Bestimmungen zur Regulierung von KI. Die Vorgaben des KI-Rahmenabkommens gelten in erster Linie für staatliche Akteure auf Bundesebene.<sup>47</sup> Die Kantone sind für die Umsetzung des KI-Rahmenübereinkommens in ihrem Zuständigkeitsbereich verantwortlich.

Bei der Umsetzung des KI-Rahmenübereinkommens sind insbesondere *sektorspezifische Gesetzesänderungen* sowie eine *sektorübergreifende Regulierung in grundrechtsrelevanten Schlüsselbereichen* wie dem Datenschutz, dem Arbeitsrecht oder dem Haftungsrecht zu erwarten. Dies könnte sich auch auf Gesetze wie das Bundesgesetz über das Urheberrecht für generative KI-Systeme, das Bundesgesetz über die Produkthaftung und das Bundesgesetz über die Produktesicherheit auswirken. Aufgrund der technischen Entwicklung von Produkten im Zusammenhang mit KI müssen diese Gesetze voraussichtlich modernisiert werden. Ebenso könnten sich Auswirkungen auf das Arbeitsrecht in Bezug auf Nichtdiskriminierung, Transparenz und Datenschutz ergeben, beispielsweise bei der Verwendung von Tools, die den Einstellungsprozess beeinflussen. Zu den vom Bundesrat angekündigten spezifischen KI-Sektoren zählen unter anderem das Gesundheits- und das Transportwesen.

Schliesslich können auch *finanzmarktrechtliche Vorgaben* in der Schweiz von entsprechenden Gesetzesänderungen betroffen sein. Immerhin hat die Eid-

---

<sup>46</sup> Medienmitteilung des Bundesrates vom 12. Februar 2025, abrufbar unter <news.admin.ch/de/nsb?id=104110>.

<sup>47</sup> Die geplante Ratifizierung des KI-Rahmenübereinkommens durch die Schweiz wird den Privatsektor *grundsätzlich nicht direkt betreffen*. Dies wird nur dann der Fall sein, wenn Grundrechte wie das Recht auf Privatsphäre eine sogenannte „horizontale Wirkung“ haben und private Parteien somit verpflichtet sind, diese Rechte innerhalb ihrer eigenen Vertragsbeziehungen zu respektieren. In solchen Fällen müssen sich betroffene schweizerische Privatunternehmen gegebenenfalls an die im KI-Rahmenübereinkommen festgelegten Kernprinzipien halten. Es ist auch zu erwarten, dass staatliche Stellen, die mit Schweizer Anbietern im KI-Sektor Verträge abschliessen, diesen in ihren Verträgen Verpflichtungen aus dem KI-Rahmenübereinkommen auferlegen. Unternehmen, die häufig Verträge mit staatlichen Stellen abschliessen, sollten dies zukünftig in ihrer Beschaffungsstrategie und ihrem Beschaffungsmanagement berücksichtigen. Im Gegensatz dazu richtet sich das EU-KI-Gesetz (dazu oben Abschnitt [1.3.b](#)) sowohl an Behörden als auch an private Einrichtungen, die in der EU tätig sind und legt diesen Akteuren direkt Anforderungen in Bezug auf KI auf.

genössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) Ende 2024 ihre Aufsichtspraxis zur Verwendung von KI im Finanzsektor weiter konkretisiert. In ihrer entsprechenden *Aufsichtsmitteilung 08/2024, Governance und Risikomanagement beim Einsatz künstlicher Intelligenz*, betont sie die besonderen operationellen Risiken (z.B. Modell- und Cyberrisiken) sowie die erhöhten Anforderungen an das Risikomanagement beim Einsatz von KI.

Zuvor kommunizierte die FINMA ihre Aufsichtserwartungen an beaufsichtigte Finanzinstitute betreffend den Einsatz von KI bereits in ihrem FINMA Jahresbericht 2023.<sup>48</sup> Weiterhin führt die FINMA seit dem vierten Quartal 2023 Vor-Ort-Kontrollen durch, um den KI-Einsatz zu überprüfen. Eine im Frühjahr 2025 veröffentlichte Umfrage der FINMA<sup>49</sup> zeigt, dass rund 50% der befragten Finanzinstitute KI-Systeme bereits produktiv einsetzen. Die FINMA Aufsichtsmitteilung 08/2024 und andere FINMA-Vorgaben könnten im Laufe der Zeit aufgrund der geplanten Ratifizierung des KI-Rahmenübereinkommens Änderungen unterliegen.

Mit seinem Beschluss, das KI-Rahmenübereinkommen zu ratifizieren, hat der Bundesrat den schweizerischen Mittelweg in Bezug auf die Regulierung von KI insgesamt bestätigt. Er wird bei Bedarf ausgewählte Anpassungen vornehmen, um die Grundrechte zu schützen und spezifische sektorale Bedürfnisse zu erfüllen. Eine übergreifende, hohe Regulierungslast, beispielsweise durch eine vollständige Angleichung an das EU-KI-Gesetz, wird jedoch letztlich vermieden.

## II. Spezifische Due-Diligence-Herausforderungen bei KI- und FinTech-Akquisition

### i. KI-Unternehmen

#### a) Vorbemerkungen

Unternehmen im KI-Sektor agieren innerhalb eines vielschichtigen regulatorischen Gefüges. Neben speziellen KI-Vorschriften und Datenschutzgesetzen wie dem schweizerischen DSG oder der EU-DSGVO sind insbesondere auch

---

<sup>48</sup> FINMA, Jahresbericht 2023, 34 f.

<sup>49</sup> Medienmitteilung der FINMA vom 24. April 2025, abrufbar unter <[https://www.finma.ch/de/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/8news/medienmitteilungen/2025/04/20250424-mm-umfrage-ki.pdf?sc\\_lang=de&hash=BD95B1913C9837D1BDEDFCBB57CFF84](https://www.finma.ch/de/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/8news/medienmitteilungen/2025/04/20250424-mm-umfrage-ki.pdf?sc_lang=de&hash=BD95B1913C9837D1BDEDFCBB57CFF84)>.

Fragen des geistigen Eigentums sowie daten- und technologiebezogene Aspekte zu beachten.

Dazu zählen beispielsweise die Frage nach der Patentierbarkeit im Bereich der KI, der Schutz und die Nachvollziehbarkeit von Trainingsdaten sowie Anforderungen an die Transparenz und Erklärbarkeit algorithmischer Entscheidungen. Darüber hinaus müssen Unternehmen höhere Vorgaben in Sachen IT-Sicherheit und Cloud-Compliance erfüllen, um Manipulationen, Datenlecks und Haftungsrisiken wirksam zu minimieren.

Nachfolgend werden einige typische, generelle Herausforderungen beleuchtet, die bei der Übernahme von KI-Unternehmen insbesondere die Due-Diligence-Prüfung betreffen. Dabei werden auch Aspekte der Vertragsgestaltung bei M&A-Transaktionen berücksichtigt. Als KI-Unternehmen gelten nach dem vorliegenden Verständnis Anbieter, deren Kerngeschäft und Wettbewerbsvorteil massgeblich auf der Entwicklung, Integration oder dem Vertrieb von KI-Systemen basiert.

## **b) Regulatorische Anforderungen**

### *aa) KI-Regulierung*

Die Regulierung von KI entwickelt sich derzeit mit hoher Dynamik und wachsender Komplexität. Für Unternehmen bedeutet dies eine zunehmende Herausforderung, da die gesetzlichen Vorgaben nicht nur strenger und umfassender werden, sondern auch vermehrt grenzüberschreitende Wirkung entfalten. Eine rein nationale Perspektive auf die Regulierung greift daher zu kurz und ist nicht mehr ausreichend.<sup>50</sup>

Im Zuge der Due-Diligence-Prüfung von KI-Unternehmen sollten verschiedene Aspekte der KI-Systeme geprüft werden. Dazu gehören insbesondere die Art und das Ausmass der bereits im Unternehmen genutzten KI-Systeme sowie die bestehenden Governance-Strukturen, die den Einsatz von KI beeinflussen.<sup>51</sup> Ebenso ist zu klären, welche regulatorischen Vorgaben für die KI-Systeme relevant sind und ob die Governance-Strukturen rechtskonform sind. Darüber hinaus sollte eine Übersicht erstellt werden, die die im Zusammenhang mit den identifizierten KI-Systemen relevanten Akteure aufzeigt.

---

<sup>50</sup> Vgl. Glatthaar/Schröder, 11.

<sup>51</sup> Zu den Herausforderungen für Unternehmen, eine zweckdienliche KI-Governance aufzustellen vgl. Mätzler/De Col, 132 f.

Insbesondere mit dem im Jahr 2024 in Kraft getretenen EU-KI-Gesetz erfährt die rechtliche Due Diligence bei der Übernahme von KI-Unternehmen in Europa eine grundlegende Neuausrichtung. Wie oben in Abschnitt [1.3.b](#)) dargestellt, erfolgt hier eine Klassifikation von KI-Systemen in vier Risikokategorien, an die unterschiedliche Transparenz-, Dokumentations- und Meldepflichten anknüpfen.

Für schweizerische Investoren stellt sich im Zusammenhang mit dem EU-KI-Gesetz zunächst die Frage, ob das Zielunternehmen KI-Systeme im Bereich des EU-Binnenmarkts in Verkehr bringt oder betreibt oder personenbezogene Daten von EU-Bürgern verarbeitet. In einem solchen Fall unterliegt es – unabhängig von seinem Sitz – der extraterritorialen Anwendbarkeit des EU-KI-Gesetzes sowie der EU-DSGVO. Wenn ein „KI-System“ im Sinne des EU-KI-Gesetzes vorliegt, muss eine präzise Risikoeinstufung vorgenommen werden. Auf dieser Grundlage sind sämtliche einschlägigen Compliance-Anforderungen bis hin zu einem Verbot des KI-Systems zu prüfen. Zudem ist die rechtliche Rolle der involvierten Akteure zu qualifizieren und deren Einhaltung der gesetzlichen Pflichten zu überprüfen.<sup>52</sup>

Zu beachten ist dabei, dass die Dokumentations- und Prüfpflichten des EU-KI-Gesetzes sich bereits teilweise mit bestehenden Regelungen, wie dem DSGVO oder der EU-DSGVO decken. So verlangen diese etwa bei der Nutzung neuer Technologien wie KI eine sog. Datenschutz-Folgenabschätzung, wenn Personendaten verarbeitet werden. Daneben ähneln auch die Dokumentationspflichten im Datenschutzrecht jenen des EU-KI-Gesetzes.<sup>53</sup>

Auch ausserhalb der EU werden derzeit beispielsweise in den USA<sup>54</sup>, Kanada, Singapur und China Regulierungsansätze für KI erarbeitet.<sup>55</sup> Wie beim EU-KI-

---

<sup>52</sup> Zum Ganzen ebenfalls oben Abschnitt [1.3.b](#)).

<sup>53</sup> Vgl. Glatthaar/Schröder, 13 f.; zur Datenschutz-Folgeabschätzung z.B. auch Griesinger, 487.

<sup>54</sup> In den letzten Jahren haben die USA verschiedene Ansätze zur Regulierung von KI auf Bundesebene verfolgt. Einen einheitlichen Rechtsrahmen gibt es bislang nicht. Stattdessen setzt die ehemalige Regierung Biden auf einen vielschichtigen Ansatz, der Gesetzesinitiativen im Kongress, präsidientielle Erlässe, behördliche Richtlinien sowie Massnahmen im Rahmen internationaler Zusammenarbeit umfasst. Mit der Executive Order 14179 setzte Präsident Trump Ende Januar 2025 frühere KI-Richtlinien ausser Kraft, insbesondere Präsident Bidens Executive Order 14110 vom Oktober 2023, die auf Sicherheitsstandards und Vertrauenswürdigkeit in der KI-Entwicklung abzielte. Präsident Trump legt stattdessen den Fokus auf die Förderung einer „ideologiefreien“ KI und kündigte die Ausarbeitung eines Massnahmenplans zur Stärkung der US-amerikanischen Führungsposition im Bereich der KI an.

<sup>55</sup> Für eine Analyse der Regulierung von künstlicher Intelligenz in verschiedenen Ländern und Weltregionen per 16. Dezember 2024 vgl. BAKOM, Analyse der Regulierung von künstlicher Intelligenz, *passim*.

Gesetz liegt den meisten dieser Regulierungsbestrebungen ein risikobasierter Ansatz zugrunde, der spezifische Compliance-Pflichten an das jeweilige Risikolevel des KI-Systems knüpft.<sup>56</sup> Angesichts der Dynamik, wachsenden Komplexität und Internationalität der potenziell anwendbaren KI-Regularien ist die Evaluierung des Governance-Frameworks zur KI-Compliance einer Zielgesellschaft mit Berührungspunkten zu dieser Technologie von zentraler Bedeutung.<sup>57</sup>

#### *bb) Datenschutz*

KI-Systeme verarbeiten regelmässig besonders schützenswerte Personendaten – von biometrischen Informationen bis zu individuellen Kreditprofilen. Die Einhaltung der Anforderungen des DSG in der Schweiz sowie der EU-DSGVO in der EU bei der Entwicklung und dem Einsatz von KI-Systemen stellt entsprechend ein zentrales Prüfungselement in der Due Diligence von KI-Unternehmen dar.

Für die Leistungsfähigkeit einer KI sind insbesondere auch Umfang und Qualität der Trainingsdaten entscheidend. Da dabei oft Personendaten eingesetzt werden, greift im schweizerischen Kontext automatisch das Datenschutzrecht (Art. 2 Abs. 1 DSG). „Personendaten“ umfasst dabei alle Angaben, die sich auf eine auf eine bestimmte oder bestimmbare natürliche Person beziehen (Art. 5 lit. a DSG). „Bearbeiten“ meint jeden Umgang mit Personendaten, unabhängig von den angewandten Mitteln und Verfahren, insbesondere das Beschaffen, Speichern, Aufbewahren, Verwenden, Verändern, Bekanntgeben, Archivieren, Löschen oder Vernichten von Daten (Art. 5 lit. d DSG).<sup>58</sup>

Insgesamt müssen, sofern beim Betrieb oder beim Training von KI-Systemen Personendaten verwendet werden, sämtliche Vorgaben der anwendbaren nationalen und internationalen Datenschutzgesetze erfüllt werden. Angesichts dessen, dass KI-Systeme häufig Personendaten involvieren, nimmt das Datenschutzrecht eine zentrale Rolle bei der rechtlichen Bewertung von KI-Systemen ein. Dies ist umso mehr der Fall, nachdem in der Schweiz zurzeit eine spezifische KI-Gesetzgebung ähnlich dem EU-KI-Gesetz fehlt.<sup>59</sup> Entsprechend

---

<sup>56</sup> Zum zurzeit noch unspezifischen schweizerischen Regulierungsansatz mit einem Ausblick oben Abschnitt [1.3.c](#).

<sup>57</sup> Für die Darlegung eines möglichen Best-Practice-Ansatzes für ein KI-Governance Framework s. Glatthaar/Schröder, 11 ff. Nach ihrer Auffassung kann es sinnvoll sein, sich bei der Auswahl der Handlungsfelder für das KI-Governance-Framework an Regelwerken wie dem EU-KI-Gesetz zu orientieren – selbst dann, wenn das Unternehmen nicht unmittelbar unter dessen Anwendungsbereich fällt.

<sup>58</sup> Zum Ganzen Griesinger, 485.

<sup>59</sup> Dazu oben Abschnitt [1.3.c](#).

bildet das DSG sogar die zentrale Rechtsgrundlage für KI-Systemen in der Schweiz.<sup>60</sup> Ihre konsequente Beachtung ist unerlässlich für eine umfassende Compliance im Unternehmen.<sup>61</sup>

In der Due-Diligence ist im Rahmen der Prüfung der datenschutzrechtlichen Vorgaben insbesondere ein detailliertes Datenfluss-Mapping vorzunehmen, um Herkunft, Speicherorte, Verarbeitungsprozesse und Datenempfänger personenbezogener Informationen zu identifizieren. Besonderes Augenmerk gilt dem Einsatz von Cloud-Diensten ausserhalb der Schweiz oder der EU. Nach schweizerischem Datenschutzrecht sind Datenübermittlungen in Drittstaaten ohne angemessenen Schutzmechanismus grundsätzlich unzulässig, ausser der Datenschutz kann auf andere Weise in Einklang mit Art. 16 Abs. 2 DSG gewährleistet werden. Unternehmen müssen daher entweder auf Server in Staaten mit anerkanntem Datenschutzniveau ausweichen oder beispielsweise genehmigte Standarddatenschutzklauseln implementieren.<sup>62</sup>

Ein nicht zu unterschätzendes Risiko geht zudem von sogenannten Legacy-Systemen aus. Veraltete IT-Infrastrukturen ohne angemessene Verschlüsselung oder Zugriffskontrollen bergen datenschutzrechtliche Risiken, die möglicherweise erst Jahre nach der Transaktion zutage treten. Eine sorgfältige Prüfung der IT- und Datensicherheitsarchitektur ist unerlässlich – insbesondere dann, wenn der Unternehmenswert massgeblich von der Qualität der Datenbasis abhängt.

### cc) *Vertragsgestaltung*

Aus der Sicht des Käufers sollte der Unternehmenskaufvertrag technische Begriffe, insbesondere der zentrale Begriff des „KI-Systems“ sowie die risikobasierten Kategorien gemäss dem EU-KI-Gesetz, präzise und wo sinnvoll mit Verweis auf die anwendbaren, regulatorischen Anforderungen definieren. Dies dient dazu, Interpretationsspielräume zu minimieren und Rechtssicherheit hinsichtlich der Reichweite und Pflichten der Vertragsparteien zu gewährleisten.

---

<sup>60</sup> So auch Griesinger, 486.

<sup>61</sup> Als Pflichten nach dem DSG seien hier insbesondere die Einhaltung der Grundsätze der Datenbearbeitung nach Art. 6 DSG, die Gewährleistung der Datensicherheit nach Art. 8 DSG, die Informationspflicht bei der Beschaffung von Personendaten nach Art. 19 DSG, die Erstellung einer Datenschutz-Folgeabschätzung nach Art. 22 DSG, wenn eine Bearbeitung ein hohes Risiko für die Persönlichkeit oder die Grundrechte der betroffenen Person mit sich bringen kann oder die Meldepflicht bei Datensicherheitsverletzungen nach Art. 24 DSG.

<sup>62</sup> Zu letzteren Art. 16 Abs. 2 lit. d DSG.

In den vertraglichen Garantien und Zusicherungen (*Representations and Warranties*) sollten aus Sicht des Käufers umfassende Zusicherungen aufgenommen werden, die ausdrücklich die Einhaltung sämtlicher technologiebezogener Vorschriften und Datenschutzbestimmungen gemäss anwendbarem Recht bestätigen. Diese Zusicherungen müssen insbesondere auch die Implementierung und fortlaufende Wirksamkeit angemessener technischer und organisatorischer Massnahmen berücksichtigen, welche dem spezifischen Risikoprofil der eingesetzten KI-Systeme entsprechen und sich auch auf die gewünschte Datenqualität beziehen.

Des Weiteren sind Gewährleistungen aufzunehmen, die besagen, dass zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses keine laufenden behördlichen oder strafrechtlichen Untersuchungen oder Verfahren im Zusammenhang mit Verstössen gegen regulatorische Anforderungen im Bereich Technologie und Datenschutz bestehen. Dadurch werden potenzielle Haftungsrisiken für den Käufer begrenzt und Transparenz hinsichtlich regulatorischer Compliance geschaffen.

Darüber hinaus empfiehlt es sich, Zusicherungen zur Einhaltung von Best-Practice-Standards und ethischen Leitlinien für den Einsatz von KI-Systemen aufzunehmen, auch wenn diese nicht gesetzlich vorgeschrieben sind. Dadurch wird ein einheitlicher Qualitätsstandard für die Anwendung der Technologie gewährleistet und Reputationsrisiken werden minimiert. Ergänzend sollten aus Käufersicht Haftungs- und Schadloshaltungsklauseln (*Indemnities*) vereinbart werden, die diesen von jeglicher Haftung freistellen und entschädigen, die aus regulatorischen Verstössen resultieren könnte, die vor dem Vollzug des Kaufs entstanden sind oder auf Umständen beruhen, die vor diesem Zeitpunkt liegen.

Optional können Earn-Out-Klauseln vereinbart werden, die eine zusätzliche, erfolgsabhängige Komponente des Kaufpreises vorsehen. Ein Teil des vereinbarten Kaufpreises könnte beispielsweise erst dann fällig werden, wenn zu einem späteren Zeitpunkt eine erfolgreiche Zertifizierung der KI-Systeme gemäss den Anforderungen des EU-KI-Gesetzes erfolgt ist. Diese Regelung schafft finanzielle Anreize für die Verkäuferseite, die regulatorische Konformität sicherzustellen, und minimiert zugleich das Risiko des Käufers hinsichtlich potenzieller regulatorischer oder technischer Unzulänglichkeiten der erworbenen Systeme.

## c) Geistiges Eigentum

### aa) Urheberrechte und Patente

KI-Software unterliegt grundsätzlich dem Urheberrecht, sofern sie eine hinreichende Schöpfungshöhe und individuellen Charakter aufweist (Art. 1 Abs. 1 und Abs. 3 des Urheberrechtsgesetzes). Im Rahmen einer Unternehmens-Due-Diligence ist daher eine eingehende Prüfung notwendig, bei der insbesondere der Entwicklungsprozess analysiert, der Quellcode auf seine Originalität und Individualität untersucht und der konkrete Schutzzumfang bestimmt wird. Weiterhin sollte geprüft werden, ob und in welchem Umfang urheberrechtliche Schranken bestehen, etwa hinsichtlich möglicher Nutzungs- und Verwertungsrechte sowie bezüglich etwaiger Risiken durch Verletzung von Rechten Dritter.

*Patentierbare Erfindungen im Bereich der KI* sind zwar selten, können jedoch dann in Betracht kommen, wenn technische Lösungen mit einem neuartigen, erfinderischen Schritt und einer konkreten technischen Wirkung vorliegen (Art. 1 des Patentgesetzes). Solche Erfindungen können allenfalls gemäss dem Patentgesetz patentrechtlichen Schutz beanspruchen.<sup>63</sup> Im Rahmen einer Unternehmens-Due-Diligence sollte daher insbesondere überprüft werden, ob entsprechende KI-Anwendungen vorhanden sind, ob diese auf Neuheit, erfinderische Tätigkeit und ausreichende technische Wirkung geprüft wurden und ob potenziell schutzfähige Erfindungen bereits identifiziert, dokumentiert und gegebenenfalls patentrechtlich abgesichert wurden. Zudem sind bestehende Patente oder Patentanmeldungen auf ihre Gültigkeit, den Schutzzumfang sowie mögliche Risiken im Hinblick auf Verletzung fremder Schutzrechte zu untersuchen.

### bb) Open Source Software (OSS)

Die Integration von Open-Source-Software-Komponenten (OSS) in KI-Systeme kann erhebliche rechtliche Risiken mit sich bringen. Verschiedene Lizenzmodelle – namentlich die GNU General Public License (GPL)<sup>64</sup>, die GNU

---

<sup>63</sup> Zur Patentierbarkeit von Erfindungen im Bereich der KI, allerdings nach deutschem Recht vgl. die allgemeinen Überlegungen von Wege, 100 ff.

<sup>64</sup> Die GNU General Public License (GNU GPL oder kurz GPL) ist eine weit verbreitete freie Softwarelizenz. Sie erlaubt es Nutzern, Software zu nutzen, zu kopieren, zu verändern und weiterzuverbreiten, sofern diese Rechte auch für abgeleitete Werke gelten. Die GPL ist ein Beispiel für eine Copyleft-Lizenz, die sicherstellt, dass Software, die unter dieser Lizenz steht, frei bleibt und nicht proprietär wird.

Lesser General Public License (LGPL) sowie permissive Lizenzen<sup>65</sup> wie die MIT License – unterwerfen den Nutzer jeweils eigenen Verpflichtungen hinsichtlich Nutzungsumfang, Modifikation, Distribution und Offenlegungspflichten. So erfordert die GPL bei jeder Verknüpfung (*linking*) mit proprietärem Quellcode die Offenlegung des gesamten abgeleiteten Werks unter derselben Lizenz, während die LGPL eine eingeschränktere Copyleft-Anforderung<sup>66</sup> stellt und lediglich Modifikationen an der LGPL-kompatiblen Bibliothek selbst offenlegungspflichtig macht. Als permissive Lizenz räumt die MIT-Lizenz dem Nutzer sehr weitreichende Rechte ein, die Software zu nutzen, zu ändern und weiterzuerweitern, oft ohne viele Einschränkungen. Im Gegensatz zu restriktiveren Lizenzen (z.B. GPL), erlaubt die MIT-Lizenz die Verwendung des Quellcodes auch in proprietärer Software, ohne dass diese den gleichen Lizenzbedingungen unterliegen muss. Allerdings enthält die MIT-Lizenz einen klaren Haftungs- und Gewährleistungsausschluss, wonach die Software „WIE BESEHEN“ (AS IS) bereitgestellt wird. Das bedeutet, dass der Lizenzgeber keine Verantwortung für Fehler, Mängel oder Schäden übernimmt, die durch die Nutzung der Software entstehen könnten. Dies muss in kommerziellen Verträgen gesondert adressiert werden.<sup>67</sup>

Vor diesem Hintergrund ist eine umfassende Due-Diligence-Prüfung aller eingesetzten OSS-Komponenten erforderlich. Diese Prüfung muss nicht nur die korrekte Identifikation der Lizenztypen und ihrer Versionen umfassen, sondern auch eine Abgleichung mit internen Policy-Regelungen und kommerziellen Verwertungszielen. Insbesondere gilt es, Lizenzkompatibilitäten zu prüfen, da die Kombination verschiedener Copyleft-Lizenzen (z.B. GPL v3 und AGPL) unter Umständen zu unauflösbaren Verteilungskonflikten führen kann. Ebenso ist zu klären, ob in den enthaltenen Lizenztexten Patent-Grant-Klauseln<sup>68</sup> (wie in Apache 2.0) existieren oder ob Drittpatentrechte Dritter unberücksichtigt bleiben.

---

<sup>65</sup> Permissive Lizenzen, auch als Lizenzen ohne Copyleft bekannt, sind eine Art Open-Source-Lizenz, die dem Nutzer weitreichende Freiheiten einräumt. Im Gegensatz zu Copyleft-Lizenzen, bei denen abgeleitete Werke unter derselben Lizenz veröffentlicht werden müssen, erlauben permissive Lizenzen die Verwendung des Codes für beliebige Zwecke, auch für proprietäre Anwendungen.

<sup>66</sup> Das „Copyleft“ ist eine Klausel in urheberrechtlichen Nutzungslizenzen. Sie verpflichtet den Lizenznehmer, jegliche Bearbeitung des Werks (z.B. Erweiterung oder Veränderung) ebenfalls unter die Lizenz des ursprünglichen Werks zu stellen.

<sup>67</sup> Zu einem möglichen schweizerischen Haftungsrahmen für Fehlerhaftigkeit bei KI-Produkten Lohmann, 111 ff.

<sup>68</sup> Eine Patent-Grant-Klausel ist eine spezifische Formulierung in einem Patentvertrag. Sie regelt die Übertragung der Rechte und Pflichten des Patentinhabers auf eine andere Person, häufig im Zusammenhang mit einer Lizenzvereinbarung oder dem Verkauf des Patents. In ihr wird genau definiert, welche Rechte (z.B. Herstellungs-, Nutzungs- und Vertriebsrechte) unter welchen Bedingungen übertragen werden.

Erst auf Basis einer solchen sorgfältigen Lizenzinventur und der Prüfung der sich hieraus ergebenden Compliance-Massnahmen kann sichergestellt werden, dass keine „*license contamination*“ auftritt, die eine uneingeschränkte kommerzielle Verwertbarkeit des KI-Systems gefährdet. Ergänzend sollten automatisierte Software-Composition-Analysis-Tools eingesetzt werden, um auch im laufenden Betrieb neue oder geänderte OSS-Abhängigkeiten zeitnah zu identifizieren und einer fortlaufenden rechtlichen Bewertung zu unterziehen. Nur so lässt sich ein rechtssicherer Einsatz von Open-Source-Software in KI-Systemen gewährleisten und das Risiko kostspieliger Abmahnungen, Unterlassungsansprüche oder gar Patentklagen wirksam minimieren.

### cc) Vertragsgestaltung

Bei der Gestaltung von Unternehmenskaufverträgen im Zusammenhang mit KI-Unternehmen ist zunächst sicherzustellen, dass die Definition des Begriffs „KI-System“ weit genug gefasst ist, um sämtliche relevanten Werttreiber vollständig abzudecken. Dies umfasst insbesondere, jedoch nicht abschliessend, die zugrundeliegenden algorithmischen Modelle, den Trainingsprozess einschliesslich der verwendeten Trainingsdaten und deren Provenienz, sowie sämtliche zur Inferenz erforderlichen Komponenten, Schnittstellen und Technologien.

Weiterhin sind die vorgesehenen Dateninputs und -outputs detailliert und präzise zu spezifizieren, wozu unter anderem konkrete Datentypen, Formate, Schnittstellen (wie APIs), Protokolle und die jeweiligen eingesetzten KI-Modelle gehören. In diesem Kontext empfiehlt es sich, vertraglich insbesondere Regelungen bezüglich der Herkunft, Qualität, Aktualität und Nutzungsergebnisse der verwendeten Daten zu treffen (dazu auch nachfolgend Abschnitt [II.1.d\)cc](#)).

Im Bereich der Garantien und Zusicherungen (*Representations and Warranties*) erweist es sich im Hinblick auf die besonderen Charakteristika von KI-Systemen oftmals als unzureichend, ausschliesslich auf Standardklauseln des Immaterialgüterrechts (IP-Rechts) zurückzugreifen. Vielmehr sollten spezifische Zusicherungen getroffen werden, die auf die Besonderheiten von KI-Systemen zugeschnitten sind. Dazu zählen insbesondere Aspekte der Vermeidung oder zumindest Offenlegung von systematischen Verzerrungen (*Bias*)<sup>69</sup>, die Nachvollziehbarkeit und Erklärbarkeit (*Explainability*) der eingesetzten Algorithmen sowie die Sicherstellung der Transparenz im Hinblick auf die Funktionsweise der Modelle und deren Ergebnisse.

---

<sup>69</sup> Zu „Biases“ vgl. z.B. Mätzler/De Col, 136 f.

Darüber hinaus ist vertraglich klarzustellen, welche immaterialgüterrechtlichen Schutzmechanismen des schweizerischen Rechts, etwa Urheberrecht gemäss dem Urheberrechtsgesetz, Patentschutz gemäss dem Patentgesetz oder Schutz des Geschäftsgeheimnisses nach dem UWG, jeweils auf die spezifischen Komponenten des KI-Systems Anwendung finden sollen. Dies verlangt eine differenzierte Betrachtung der einzelnen Systembestandteile und deren Schutzfähigkeit im Hinblick auf die anwendbaren gesetzlichen Grundlagen, einschliesslich der Abgrenzung zwischen urheberrechtlich geschützten Werken, patentfähigen Erfindungen und geschützten Geschäftsgeheimnissen.

#### d) Datenbezogene Aspekte

##### aa) *Datenquellen und -nutzung*

Ein zentraler Aspekt der Due Diligence im KI-Bereich betrifft die sorgfältige Prüfung der rechtlichen Grundlagen für die Herkunft und Nutzung der Daten, die für Entwicklung, Training und Betrieb von KI-Systemen eingesetzt werden. Bereits bei der Beschaffung muss sichergestellt sein, dass sämtliche Daten – seien es Texte, Bilder, Videos oder Audiodateien – urheberrechtlich frei verwendbar sind oder durch entsprechende Lizenzen abgedeckt werden. Dies gilt nicht nur für offensichtlich geschützte Werke, sondern auch für proprietäre Datenbanken, deren systematisches Extrahieren ohne Zustimmung des Herstellers beispielsweise in der EU durch das Datenbankrecht<sup>70</sup> untersagt ist.

Ebenso ist zu klären, ob vertragliche oder technische Einschränkungen bestehen, etwa durch Nutzungsbedingungen von APIs oder Social-Media-Schnittstellen. Automatisiertes Scraping trotz ausdrücklichem Verbot in den Terms of Service kann zu Unterlassungs- und Schadensersatzansprüchen führen. Darüber hinaus können Exportkontrollvorschriften oder nationale Beschränkungen bei bestimmten Datentypen – insbesondere bei militärisch nutzbarem oder Dual-Use-Material – eine weitere Hürde darstellen.

Soweit personenbezogene Daten verarbeitet werden, greifen das DSGVO oder auch die EU-DSGVO unmittelbar. Eine valide Rechtsgrundlage wie eine informierte Einwilligung, vertragliche Erforderlichkeit oder ein überwiegendes berechtigtes Interesse muss dokumentiert sein. Besondere Kategorien personenbezogener Daten, beispielsweise Gesundheits- oder biometrische Informationen, erfordern eine ausdrückliche Einwilligung und unterliegen strengen Schutzvorgaben. Entwickler von KI-Systemen müssen technische und orga-

---

<sup>70</sup> Vgl. dazu Richtlinie 96/9/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. März 1996 über den rechtlichen Schutz von Datenbanken, ABl. L 77 vom 27. März 1996, 20-28.

nisatorische Massnahmen implementieren, die es Betroffenen ermöglichen, Auskunft, Löschung oder Berichtigung ihrer Daten geltend zu machen.<sup>71</sup>

Kommt es zur Verwendung von Daten aus unzulässigen oder ethisch bedenklichen Quellen, können schwerwiegende Folgen drohen. Die Einbeziehung extremistischer, diskriminierender oder jugendgefährdender Inhalte kann nicht nur straf- und zivilrechtliche Konsequenzen haben, sondern auch das Vertrauen in das KI-System nachhaltig beschädigen. Gleichzeitig bergen Trainingsdatensätze mit systematischen Verzerrungen ein hohes Risiko für algorithmische Diskriminierung, die je nach Sachverhalt rechtlich geahndet werden könnte.<sup>72</sup>

Um diese Risiken zu minimieren, ist eine lückenlose Dokumentation aller Datenquellen und ihrer Lizenz- oder Einwilligungsnachweise empfehlenswert. Ein nachprüfbares Data-Lineage-Modell<sup>73</sup>, ergänzt durch regelmässige Datenschutz-Folgenabschätzungen und ethische Audits, schafft zudem die gewünschte Transparenz und Nachweisbarkeit. Ein solches systematisch dokumentiertes Vorgehen hilft, rechtliche und regulatorische Risiken zu reduzieren.

#### *bb) Datensouveränität und -zugang*

Für den nachhaltigen Betrieb von KI-Anwendungen ist es entscheidend, dass die vertraglichen Grundlagen für den Datenzugang langfristig gesichert sind. Daher sollte im Rahmen der Due-Diligence-Prüfung zunächst geprüft werden, ob das Zielunternehmen über schriftliche Verträge mit allen relevanten Datenlieferanten verfügt und diese Vereinbarungen hinreichend klare Laufzeiten sowie Verlängerungsmechanismen enthalten. Insbesondere muss sichergestellt werden, dass die Datenlieferverträge auch im Falle einer Übernahme nahtlos fortbestehen und das Unternehmen seine Datenbasis nicht verliert.

Gleichzeitig ist die konkrete Ausgestaltung der eingeräumten Nutzungsrechte im Hinblick auf räumliche, zeitliche und inhaltliche Beschränkungen zu analysieren. Exklusive Lizenzen können nützlich sein, um Wettbewerbern den Zugang zu versperrern, während nicht-exklusive Lizenzen typischerweise fle-

---

<sup>71</sup> Eingehend zu den rechtlichen Fragestellungen beim Training von KI-Modellen mit personenbezogenen Daten Kaulartz/Matthiesen, 141 ff.

<sup>72</sup> Vgl. z.B. das Diskriminierungsverbot in Art. 261<sup>bis</sup> des Strafgesetzbuchs.

<sup>73</sup> Das Data-Lineage-Modell führt zu einer Data-Lineage-Dokumentation, auch Datenherkunftsdokumentation genannt, und bezeichnet die Aufzeichnung und Verfolgung des Lebenszyklus von Daten innerhalb eines Unternehmens. Sie dokumentiert, woher die Daten stammen, wie sie transformiert wurden und wo sie verwendet werden. Das Ziel der Dokumentation ist es, die Datenqualität zu gewährleisten, Fehler zu identifizieren und zu beheben sowie die Einhaltung von Vorschriften zu unterstützen.

xibler sind und Unterlizenzen erlauben. Entscheidend ist zudem, ob die Datenbearbeitung, das Zusammenführen unterschiedlicher Datensätze und das Training von Machine-Learning-Modellen ausdrücklich gestattet sind, um die angestrebte Skalierbarkeit und Weiterentwicklung der KI-Systeme zu ermöglichen.

Die Due Diligence sollte zudem technische und organisatorische Massnahmen umfassen. Die IT-Sicherheitsvorkehrungen müssen dem Stand der Technik entsprechen, insbesondere hinsichtlich Zugriffskontrollen, Verschlüsselung und Monitoring. Prüf- und Auditrechte gegenüber Datenlieferanten und Hosting-Dienstleistern sind wichtige Instrumente, um die Einhaltung vertraglicher und rechtlicher Vorgaben dauerhaft sicherzustellen.

### cc) *Vertragsgestaltung*

Unternehmenskaufverträge im Kontext von KI-Transaktionen sollten zunächst einerseits präzise und andererseits weit genug festlegen, welche Datenkategorien Gegenstand der Vereinbarung sind und dabei zwischen Roh- und abgeleiteten Daten, strukturierten und unstrukturierten Datensätzen sowie öffentlichen und proprietären Daten unterscheiden. Dabei ist klarzustellen, ob es sich um exklusive, nicht-exklusive oder sublizenzierbare Nutzungsrechte handelt und ob das Zusammenführen unterschiedlicher Datensätze sowie das Trainieren von KI-Systemen rechtlich ausdrücklich gewährleistet ist, um die geplante Skalierbarkeit und Weiterentwicklung der KI-Systeme sicherzustellen. Zugleich müssen vertragliche Garantien und Zusicherungen (*Representations and Warranties*) über die rechtssichere Herkunft und Qualität der Daten abgegeben werden. Der Verkäufer garantiert, dass sämtliche Inhalte urheber-, datenbank- und datenschutzrechtlich geprüft sind, keine unautorisierten Scraping-Vorgänge oder API-Verstöße vorliegen und gegebenenfalls geltende Export- oder Dual-Use-Beschränkungen beachtet wurden.

Um die Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Datenherkunft zu gewährleisten, verpflichtet sich der Verkäufer, eine vollständige Data-Lineage-Dokumentation inklusive Metadaten-Nachweisen wie Zeitstempeln, Versionsständen und Herkunftsquellen zu übergeben. Darüber hinaus hat er zu bestätigen, dass bei der Verarbeitung personenbezogener Daten die Anforderungen von DSGVO und EU-DSGVO eingehalten werden und für besondere Kategorien wie Gesundheits- oder biometrische Informationen eine ausdrückliche Einwilligung in Übereinstimmung mit dem anwendbaren Recht vorliegt.

Ein weiterer zentraler Aspekt ist die Sicherstellung des dauerhaften Zugangs zu den für den Betrieb der KI erforderlichen Daten. Hierzu ist sicherzustellen, dass bestehende Datenliefer- und Lizenzvereinbarungen auch im Falle eines

Eigentümerwechsels ohne Unterbrechung fortbestehen. Dies ist vom Verkäufer zu gewährleisten. Hinsichtlich der Verfügbarkeits- und Redundanzvorgaben sind weitere Zusicherungen einzufordern, etwa zu Hosting-Standorten, Backup-Verfahren und Disaster-Recovery-Plänen. So lässt sich ein unterbrechungsfreier Zugriff auf Trainings- und Betriebsdaten sicherstellen. Zudem sind Prüf- und Auditrechte gegenüber Datenlieferanten und Hosting-Dienstleistern wesentlich, da sie es dem Käufer ermöglichen, die Einhaltung vertraglicher Zugriffs- und Sicherheitsstandards regelmässig zu überprüfen.

Aus Sicht des Käufers sind schliesslich durch geeignete Haftungs- und Schadenshaltungsklauseln (*Indemnities*) sicherzustellen, dass Risiken aus möglichen Verletzungen von Rechten Dritter, insbesondere immaterialgüterrechtlicher Ansprüche, angemessen adressiert werden. In diesem Rahmen stellt der Verkäufer den Käufer von allen Forderungen frei, die aus Urheber-, Datenbank- oder Markenrechtsverletzungen resultieren, und übernimmt im Idealfall auch die Kostendeckung für die rechtliche Vertretung sowie eventuelle Schadenersatzleistungen. Zugleich können Haftungsbeschränkungen in Form von Selbsthalten und zeitlichen Ausschlussfristen vereinbart werden, um die Höhe der Risiken kalkulierbar zu halten. Ergänzend sollte der Verkäufer zusichern, dass die Trainingsdaten frei von extremistischen, diskriminierenden oder jugendgefährdenden Inhalten sind und dass Verfahren zur Entdeckung und Korrektur algorithmischer Verzerrungen implementiert wurden.

#### e) Exkurs: Technologische Aspekte

##### aa) *Algorithmische Einzigartigkeit*

Im Rahmen der technologischen Due Diligence ist eine vertiefte Analyse der eingesetzten Algorithmen erforderlich. Diese dient dazu, die algorithmische Einzigartigkeit sowie den potenziellen Wettbewerbsvorteil des KI-Systems nachvollziehbar zu beurteilen. Dabei ist nicht nur entscheidend, welche Funktion der Algorithmus erfüllt, sondern auch, auf welche Weise er dies tut und ob es auf dem Markt gleichwertige oder überlegene Alternativen gibt. Die technische Differenzierung gegenüber bestehenden Lösungen kann massgeblich für die Bewertung der Schutzwürdigkeit und des Marktpotenzials sein.

##### bb) *Technologische Sicherheit & Skalierbarkeit*

Ein weiterer zentraler Aspekt betrifft die Prüfung der technologischen Infrastruktur im Hinblick auf Sicherheit, Skalierbarkeit, Nachvollziehbarkeit und Transparenz des KI-Systems. Dies schliesst die Analyse der Systemarchitektur, der verwendeten Programmiersprachen sowie der Interoperabilität mit be-

stehenden Systemlandschaften ein. Von besonderer Relevanz ist zudem, ob das KI-System den geltenden Sicherheitsstandards sowie regulatorischen Anforderungen im Bereich der Cybersecurity entspricht.

### cc) Vertragsgestaltung

Aus der Käufersicht sollten klare Definitionen zur Funktionsweise der relevanten Algorithmen und des gesamten KI-Systems in den Unternehmenskaufvertrag aufgenommen werden, etwa in Form detaillierter Spezifikationen und Ablaufbeschreibungen. Ergänzend dazu sind ausdrückliche Garantien und Zusicherungen (*Representations and Warranties*) hinsichtlich der technologischen Architektur, der betrieblichen Sicherheit (inklusive Penetrationstests), der vorliegenden Audits und der künftigen Skalierbarkeit erforderlich.

Darüber hinaus sind Bestätigungen aufzunehmen, dass das KI-System sämtliche anwendbaren Vorschriften und üblichen Standards im Bereich der IT- und Cyber-Sicherheit vollumfänglich erfüllt. Für verbleibende Risiken – insbesondere im Zusammenhang mit möglichen Sicherheitslücken, Fehlfunktionen oder der Verletzung von Rechten Dritter – sind angemessene Haftungs- und Schadloshaltungsklauseln (*Indemnities*) vorzusehen.

## 2. FinTech-Unternehmen

### a) Vorbemerkungen

Der Begriff „FinTech“ setzt sich aus den Worten „Financial“ und „Technologie“ zusammen und bezeichnet Unternehmen, die Innovationen und neue Technologien im Finanzbereich einsetzen. Dabei können sowohl Start-ups als auch etablierte Unternehmen als FinTechs agieren. Zudem variiert die Art der eingesetzten Technologie und geht von herkömmlichen IT-Applikation, bis hin zur Distributed Ledger (DLT) (Blockchain) Technologie und Decentralized Finance (DeFi).<sup>74</sup>

FinTech-Lösungen können von allen Arten von bewilligten Finanzdienstleistern nach den Finanzmarktgesetzen<sup>75</sup>, aber auch von nicht bewilligten Finanzdienstleistern eingesetzt werden, die unter einer regulatorischen Ausnahme

---

<sup>74</sup> Decentralized Finance (DeFi) bezeichnet ein Ökosystem von Finanzdienstleistungen, das auf öffentlichen Blockchain-Netzwerken basiert und ohne zentralen Intermediär auskommen soll. Stattdessen kommen sogenannte Smart Contracts zum Einsatz, d.h. selbstausführende Programme, die Regeln und Abläufe automatisch abbilden.

<sup>75</sup> Vgl. die Aufzählung in Art. 1 des Finanzmarktaufsichtsgesetzes.

operieren, beispielsweise unter einem bestimmten Schwellenwert oder ausschliesslich mit einem bestimmten Kundenkreis (z.B. nur Kunden, die selbst der prudenziellen Aufsicht unterliegen). Entsprechend ist auf FinTech-Unternehmen je nach Geschäftsmodell potenziell das gesamte Finanzmarktrecht anwendbar.

Von genereller Bedeutung im FinTech-Bereich sind digitale Kanäle wie Internet und mobile Endgeräte, um die Kunden zu erreichen. Die FINMA hat hierfür einen aufsichtsrechtlichen Rahmen geschaffen, der es erlaubt, Geschäftsbeziehungen auch über diese Wege zu eröffnen (KYC/AML). In ihrem Rundschreiben 2016/07 „Video- und Online-Identifizierung“ aus dem Jahre 2016, das mittlerweile mehrfach aufdatiert wurde, werden die Geldwäschereisorgfaltspflichten für digitale Finanzdienstleistungen unter dem Grundsatz der Technologieneutralität erläutert. Im Mittelpunkt steht dabei das *Verfahren der Video-Identifikation*. Daneben war die FINMA gerade auch im DLT-Bereich mit verschiedenen Wegleitungen und Aufsichtsmittellungen<sup>76</sup> aktiv.

Nachfolgend werden einige typische, generelle Herausforderungen beleuchtet, die bei der Übernahme von FinTech-Unternehmen insbesondere die Due-Diligence-Prüfung, die sogenannte regulatorische Arbitrage, das strategische Ausnutzen von Regulierungsausnahmen, datenschutzrechtliche Aspekte, insbesondere hinsichtlich der Anwendung von Cloud-Lösungen, sowie technologische und Cyber-Security-Aspekte betreffen. Dabei werden auch Aspekte der Vertragsgestaltung bei der Unternehmensübernahme berücksichtigt.

## b) Finanzmarktregulatorische Compliance

### aa) Regulatorische Arbitrage und Cross-Jurisdictional Risks

FinTech-Unternehmen operieren häufig in einem *diffusen, grenzüberschreitenden regulatorischen Umfeld*. Die Vielzahl der involvierten Jurisdiktionen macht eine präzise Analyse der jeweils lokal anwendbaren aufsichtsrechtlichen Vorgaben auf Instituts- und Produktebene sowie eine sorgfältige Analyse potenzieller Normkonflikte oder Normierungslücken (z.B. in der Form einer Gap-Analyse) herausfordernd, aber zwingend erforderlich. Letztlich ist das FinTech

---

<sup>76</sup> Dazu gehören insbesondere die FINMA-Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs), 16. Februar 2018, Bern; FINMA-Ergänzung der Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs), 11. September 2019, Bern; FINMA-Aufsichtsmittellung 02/2019, Zahlungsverkehr auf der Blockchain, 26. August 2019, Bern; FINMA-Aufsichtsmittellung 06/2024, Stablecoins: Risiken und Anforderungen für Stablecoin-Herausgebende und garantienstellende Banken, 26. Juli 2024, Bern und FINMA-Aufsichtsmittellung 08/2023, Staking, 20. Dezember 2023, Bern.

verantwortlich dafür, dass es in jeder für sein Geschäftsmodell relevanten Jurisdiktion die einschlägigen rechtlichen und regulatorischen Vorgaben befolgt und einhält.

Von besonderer Relevanz ist dabei die Frage, ob das Unternehmen sogenannte *regulatorische Arbitrage* betreibt, also gezielt unterschiedliche Regulierungsregime ausnutzt, um restriktivere Vorschriften in einer Jurisdiktion durch weniger restriktivere Regelungen in einer anderen Jurisdiktion zu umgehen. Dabei werden Geschäftstätigkeiten in Rechtsordnungen mit weniger strengen oder vorteilhafteren Regelungen verlagert, um strengere Gesetze und Vorschriften in anderen Jurisdiktionen zu vermeiden. Der Hintergrund für regulatorische Arbitrage sind neben eigentlichen Missbrauchsfällen, die sicher auch vorkommen mögen, in erster Linie Kostenersparnis und die Möglichkeit, das Geschäftsmodell eines Start-ups oder Scale-ups möglichst schnell hochzuskalieren. Es ist naheliegend, dass solche Ausgestaltungen von den Aufsichtsbehörden regelmässig sehr kritisch gesehen werden und entsprechend erhöhte rechtliche Risiken mit sich bringen.

Eine *verwandte Tendenz im Bereich DeFi*<sup>77</sup> ist, aufgrund der eingesetzten Blockchain-Netzwerke mit Smart Contracts als selbstausführenden Programmen, die Operationen selbstständig und ohne zentralen Intermediär ausführen, zu argumentieren, dass für bewilligungspflichtige Tätigkeiten kein möglicher Bewilligungsträger identifiziert werden kann und somit auch keine Lizenzpflicht vorliegt. In diesem Bereich ist die Praxis der FINMA jedoch sehr restriktiv. Aus schweizerischer Rechtsperspektive bedeuten insbesondere der Grundsatz „*substance over form*“ sowie „*same business, same risks, same rules*“, dass bestehende Finanzmarktvorschriften und -regelungen, einschliesslich etwaiger Lizenzanforderungen, grundsätzlich auch für DeFi-Anwendungen gelten. Nur bei wirklich dezentralisierten Projekten (d.h. echter DeFi) ohne regulatorische Ankerpunkte geht die FINMA davon aus, dass diese aufgrund des Fehlens solcher Ankerpunkte nicht der Finanzmarktaufsicht unterliegen.<sup>78</sup> Soweit ersichtlich hat die FINMA in ihrer Aufsichtspraxis noch nicht wirklich auf das Vorliegen echter DeFi-Projekt geschlossen, was eine erhebliche Rechtsunsicherheit für entsprechende Projekte in der Schweiz mit sich bringt.

### *bb) Strategische Nutzung von Regulierungsausnahmen*

In Fällen, in denen FinTech-Unternehmen unter *spezifischen regulatorischen Ausnahmeregelungen* operieren – etwa im Rahmen von „regulatorischen Sand-

---

<sup>77</sup> Dazu oben Abschnitt [II.2.a](#)).

<sup>78</sup> Zu den Anforderungen der FINMA an wirklich dezentralisierte Projekte, d.h. echter DeFi vgl. z.B. FINMA Jahresbericht 2023, 34.

kästen<sup>79</sup> oder vergleichbarer Erleichterungsregime – ist im Vorfeld jeder geplanten Transaktion sorgfältig zu prüfen, inwieweit diese Sonderregelungen von den beabsichtigten Strukturveränderungen betroffen sind. Dabei gilt es insbesondere zu klären, ob dadurch bestehende regulatorische Privilegien oder Flexibilitäten verloren gehen oder eingeschränkt werden, und ob die Transaktion darüber hinaus neue Bewilligungserfordernisse, Melde- oder Anzeigepflichten nach sich zieht. Eine solche Vorabanalyse minimiert rechtliche Risiken und stellt sicher, dass der Übergang reibungslos und regulatorisch konform erfolgt.

### cc) Vertragsgestaltung

Bei der vertraglichen Ausgestaltung von Transaktionen mit FinTech-Bezug sind für den Käufer die Themen regulatorische Compliance und Bewilligung von zentraler Bedeutung. Im Vordergrund stehen dabei Garantien und Zusicherungen (*Representations and Warranties*), insbesondere zur Einhaltung sämtlicher anwendbarer Finanzmarktgesetze in den relevanten Zielmärkten einschliesslich der Anwendbarkeit allfälliger Ausnahmetatbestände sowie zur Existenz und zum Fortbestand erforderlicher Finanzmarktlicenzen.

Weiterhin empfiehlt es sich, Haftungs- und Schadloshaltungsklauseln (*Indemnities*) in Bezug auf regulatorische Risiken regelmässig vorzusehen, insbesondere im Hinblick auf mögliche Verstösse gegen aufsichtsrechtliche Vorgaben oder den Wegfall regulatorischer Erleichterungen. Schliesslich ist im transaktionellen Ablauf sicherzustellen, dass etwaige aufsichtsrechtliche Bewilligungsverfahren – etwa im Zusammenhang mit Inhaberwechseln – frühzeitig erkannt und zeitlich sowie inhaltlich eng mit der Transaktionsplanung verzahnt werden.

## c) Nutzung von Cloud-Lösungen

### aa) Regulatorische und datenschutzrechtliche Anforderungen

Ein weiterer sowohl finanzmarkt- als auch datenschutzrechtlich kritischer Punkt ist die *Nutzung von Cloud-Lösungen*, die gerade für viele KI-basierte Fintechs unverzichtbar sind. Bei Cloud-Lösungen werden IT-Ressourcen wie

---

<sup>79</sup> Ein sogenannter regulatorischer Sandkasten (*regulatory sandbox*) ist ein vom Gesetzgeber oder einer Aufsichtsbehörde eingerichteter, kontrollierter Rahmen, in dem Finanzinnovationen – insbesondere neue Technologien oder Geschäftsmodelle – unter erleichterten regulatorischen Bedingungen, beispielsweise bis zu gewissen Schwellenwerten, getestet werden können. Das Ziel besteht darin, Innovation zu fördern und zugleich den Anlegerschutz, die Marktintegrität sowie die Finanzstabilität zu wahren.

Software, Server, Speicherplatz und Rechenleistung über das Internet bereitgestellt. Anstatt diese Ressourcen lokal zu betreiben und zu warten, können Unternehmen sie von einem Cloud-Anbieter mieten oder abonnieren. Vorteile sind unter anderem Skalierbarkeit, Kosteneinsparungen, eine verbesserte Zusammenarbeit und eine potenziell erhöhte Sicherheit.

Gemäss dem Stufenmodell von Blonski<sup>80</sup> zur Prüfung einer zulässigen Auftragsdatenbearbeitung in der Cloud ist (1) zuerst zu prüfen, dass keine gesetzlichen, regulatorischen oder vertraglichen Bestimmungen der Auslagerung entgegensteht und dann, (2) ob die datenschutzrechtliche Verantwortung durch den Auftraggeber wahrgenommen werden kann.

In *regulatorischer Hinsicht* gilt beispielsweise bei beaufsichtigten Banken oder Finanzinstituten nach dem Finanzinstitutsgesetz, eine Auslagerung von IT-Dienstleistungen in die Cloud mit entsprechenden Kundendaten dann nicht als unbefugte Geheimnisoffenbarung<sup>81</sup>, wenn der Finanzdienstleister den Cloud-Anbieter und dessen Mitarbeiter vertraglich zur Wahrung des Berufsgeheimnisses verpflichtet. Diesfalls gelten sie als Hilfspersonen des Finanzdienstleisters. Entsprechend dürfen Kundendaten nur dann beispielsweise in eine Cloud ausgelagert werden, wenn die Vertraulichkeit und der Zugriffsschutz nach schweizerischem Recht sichergestellt sind. Werden die rechtlichen Vorgaben dazu nicht eingehalten, kann dies neben regulatorischen auch strafrechtliche Konsequenzen mit sich bringen.

Beaufsichtigte Institute haben grundsätzlich eine angemessene interne Organisation sicherzustellen.<sup>82</sup> Dazu gehört insbesondere ein adäquates Risikomanagementsystem hinsichtlich operationeller Risiken, zu denen auch IT- und Cloud-Risiken zählen.<sup>83</sup> Die entsprechenden Risiken müssen erfasst und gesteuert werden. Im Bankenbereich konkretisiert das *FINMA-Rundschreiben 2023/1 „Operationelle Risiken und Resilienz – Banken“*<sup>84</sup> die entsprechenden Anforderungen der FINMA in dieser Hinsicht. Bei Fondsleitungen und Verwaltern von Kollektivvermögen werden die Erwartungen der FINMA in ihrer *Aufsichtsmittteilung 04/2024, „Management der operationellen Risiken von Fondsleitungen und Verwaltern von Kollektivvermögen“*<sup>85</sup> konkretisiert.

---

<sup>80</sup> Blonski, 995 ff.

<sup>81</sup> Vgl. das Berufsgeheimnis nach Art. 47 des Bankgesetzes oder Art. 69 des Finanzinstitutsgesetzes.

<sup>82</sup> Z.B. Art. 3 Abs. 2 lit. a des Bankengesetzes; Art. 9 des Finanzinstitutsgesetzes.

<sup>83</sup> Zur Einbindung der Compliance-Funktion nach AT 8.2 MaRisk Müller/Jarocki, 417 ff.

<sup>84</sup> FINMA-Rundschreiben 2023/1, Operationelle Risiken und Resilienz – Banken, 7. Dezember 2022, Bern; für Banken gilt zudem der Cloud-Leitfaden der Schweizerischen Bankiervereinigung vom Juni 2020 im Sinne eines Wegweisers für sicheres Cloud Banking.

<sup>85</sup> FINMA-Aufsichtsmittteilung 04/2024, Management der operationellen Risiken von Fondsleitungen und Verwaltern von Kollektivvermögen, 12. Juni 2024, Bern.

Gemäss den *Grundsätzen dieser Regularien* müssen die entsprechenden Finanzdienstleister Cloud-Risiken als Teil ihres operationellen Risikomanagements systematisch erfassen und steuern. FINMA-Rundschreiben 2023/1 fordert u.a. Schlüsselkontrollen und ein dezidiertes Business Continuity Management (BCM) auch für Cyber- und Cloud-Ausfälle.<sup>86</sup> Obwohl das Rundschreiben formell nur für Banken gilt, legt die FINMA vergleichbare Massstäbe an andere Finanzinstitute an, soweit es um ICT-Risiken geht. Für die Fondsleitungen und Vermögensverwalter von Kollektivvermögen hat die FINMA analoge Regeln in der FINMA-Aufsichtsmittlung 04/2024 definiert. Das Fundament bietet stets eine robuste IT-Governance und Ausfallsicherheit.

Daneben definiert das zentral wichtige FINMA-Rundschreiben 2018/3 „Outsourcing“<sup>87</sup> für verschiedene Institutskategorien die Voraussetzungen für die Auslagerung von wesentlichen Funktionen an externe Dienstleister. Es gilt prinzipienbasiert und technologieneutral ebenso für Cloud-Dienstleistungsanbieter. Das Rundschreiben stellt unter anderem klar, dass Outsourcing-Ver einbarungen eine „angemessene Aufsicht“ erfordern. So müssen auslagernde Unternehmen sicherstellen, dass kritische Daten auch bei Auslagerung in die Cloud unter ihrer Kontrolle bleiben. In der Praxis bedeutet dies, dass die FINMA bereits in der Due-Diligence-Phase über geplante Cloud-Migrationen informiert werden sollte, um spätere Verzögerungen zu vermeiden.

Auch der *Schutz persönlicher Daten nach dem DSG* ist bei Cloud-Auslagerung zentral. Ein Finanzinstitut bleibt datenschutzrechtlich verantwortlich, auch wenn es Personendaten an einen Cloud-Anbieter auslagert.<sup>88</sup> Der Cloud-Dienstleister darf die überlassenen Daten nur im gleichen Umfang verarbeiten wie das auslagernde Institut selbst (Art. 9 DSG) und muss angemessene Datensicherheit garantieren (Art. 8 DSG). Bei Datenexport ins Ausland ist sicherzustellen, dass ein angemessenes Datenschutzniveau vorhanden ist oder durch geeignete vertragliche Garantien (z.B. genehmigte Standardklauseln) geschaffen wird (Art. 16 f. DSG).<sup>89</sup>

Die FINMA beobachtet die wachsende Nutzung der Cloud genau. In ihrem Risk Monitor und in Aufsichtsmittlungen weist die FINMA auf Konzentrationsrisiken hin. Viele Institute lagern kritische Dienste an wenige grosse Cloud-An-

---

<sup>86</sup> Zum Erfordernis eines Sicherheitsdispositivs, das die Weiterführung der ausgelagerten Funktion in Notfällen erlaubt s. auch FINMA, Rundschreiben 2018/3, Outsourcing – Auslagerungen Banken, Versicherungsunternehmen und ausgewählte Finanzinstituten nach FINIG, 21. September 2017, Bern, Rz. 25.

<sup>87</sup> FINMA, Rundschreiben 2018/3, Outsourcing.

<sup>88</sup> Zu den Auswirkungen des revidierten Datenschutzgesetzes auf das Outsourcing durch schweizerische Finanzinstitute vgl. Rusterholz.

<sup>89</sup> Dazu schon oben Abschnitt [II.1.b\) bb\)](#).

bieter aus, was zu Abhängigkeiten führt.<sup>90</sup> Laut FINMA hat im Jahr 2024 bereits jede fünfte Bank oder Versicherung wesentliche Daten oder Funktionen an Public-Cloud-Dienstleister ausgelagert. Entsprechend müssen Cloud-Lösungen bei Finanzinstituten hohen technischen Sicherheitsstandards genügen. Die FINMA verlangt State-of-the-Art-Datensicherheit, zu der die Verschlüsselung sensibler Daten, robuste Authentisierungs- und Zugriffsmechanismen, Netzwerksicherheit und die Überwachung auf Cyberangriffe zählen. Der Outsourcing-Vertrag sollte entsprechende spezifische Sicherheitsanforderungen festschreiben (z.B. Compliance mit ISO 27001 oder vergleichbaren Standards).<sup>91</sup>

#### *bb) Vertragsgestaltung*

Aus Sicht des Käufers sollte der Unternehmenskaufvertrag auch im Kontext von Cloud-Lösungen ausdrücklich festhalten, dass das Zielunternehmen sämtliche aufsichtsrechtlichen Vorgaben im Zusammenhang mit der Cloud-Nutzung erfüllt. Insbesondere muss sichergestellt werden, dass Kundendaten nur in Übereinstimmung mit dem Schweizer Berufsgeheimnis und den Datenschutzvorschriften ausgelagert werden und alle eingesetzten Cloud-Dienstleister vertraglich als „Hilfspersonen“ zur strikten Geheimhaltung verpflichtet sind. Weitere Garantien und Zusicherungen (*Representations and Warranties*) sollten den Einsatz von State-of-the-Art-Verschlüsselungs-, Authentisierungs- und Zugriffsschutzmechanismen betreffen.

Schliesslich empfiehlt es sich, im Vertrag strenge Haftungs- und Schadloshaltungsklauseln (*Indemnities*) zu verankern, nach denen der Verkäufer für Verstösse gegen anwendbare Berufsgeheimnis-, Auslagerungs- oder Datenschutzvorgaben idealerweise unbeschränkt haftet und den Käufer für jeglichen Schaden schadlos hält. Der Verkäufer wird allerdings typischerweise eine spezifische Haftungsschwelle sowie eine Karenzfrist für latent auftretende Risiken definieren wollen, beispielsweise für Datenschutzverletzungen oder Cloud-Ausfälle.

---

<sup>90</sup> Vgl. zum Ganzen den FINMA Überblick über „Cyberisiken und Outsourcing (2024)“; abrufbar unter <<https://www.finma.ch/de/dokumentation/dossier/dossier-cyberisiken/cyberisiken-und-outsourcing-2024>>.

<sup>91</sup> FINMA, Rundschreiben 2018/3, Outsourcing, Rz. 24.

## d) Exkurs: Technologie und Cyber Security

### aa) Datenarchitektur und Interoperabilität

Ein zentrales Element der rechtlichen Analyse bei Transaktionen im FinTech-Sektor bildet die Prüfung der technologischen Infrastruktur, insbesondere im Hinblick auf die *Datenarchitektur und deren Interoperabilität*. Ein technisches Audit ist erforderlich, um mögliche Schwachstellen in der Systemarchitektur sowie in der grenzüberschreitenden Datenverarbeitung zu identifizieren. Dabei ist insbesondere zu beurteilen, ob die eingesetzten Systeme den Anforderungen internationaler und nationaler Datenschutzstandards – einschliesslich der EU-DSGVO sowie des DSG – entsprechen.

Zusätzlich ist zu klären, ob allenfalls verwendeten *RegTech-Lösungen*<sup>92</sup> in der Lage sind, nicht nur den geltenden regulatorischen Anforderungen, sondern auch künftigen Entwicklungen etwa im Bereich der Geldwäschereiprävention (AML), Know Your Customer (KYC) und Datenschutz bis auf Weiteres gerecht zu werden, resp. sie an neue Bedürfnisse angepasst werden können.

### bb) Prüfung der Funktionalität der Cybersicherheit

Besondere Aufmerksamkeit bei FinTechs erfordert die *Prüfung der Funktionalität der Cybersicherheitsarchitektur*. Dies gilt namentlich für FinTech-Unternehmen, die als Teil der kritischen Finanzmarktinfrastruktur eingestuft werden. Hier besteht ein erhöhtes Risiko für Cyberangriffe, weshalb die Fähigkeit zur frühzeitigen Erkennung, Eindämmung und Bewältigung solcher Vorfälle von zentraler Bedeutung ist. Die Meldepflicht für schwerwiegende Cyber-Vorfälle an die FINMA gemäss Art. 29 Abs. 2 des Finanzmarktaufsichtsgesetzes bildet hierbei einen regulatorischen Mindeststandard. Nach diesem müssen die Beaufsichtigten und ihre Prüfgesellschaften der FINMA unverzüglich Vorkommnisse wie schwerwiegende Cyber-Vorfälle melden, die für die Aufsicht von wesentlicher Bedeutung sind. Widerhandlungen gegen die Meldepflicht können mit den herkömmlichen Aufsichtsinstrumenten der FINMA geahndet werden (Art. 30 ff. des Finanzmarktaufsichtsgesetzes).

Die Pflichten aus Art. 29 Abs. 2 des Finanzmarktaufsichtsgesetzes sind in der FINMA-Aufsichtsmitteilung 05/2020 zur *Meldepflicht von Cyber-Attacken*

---

<sup>92</sup> RegTech-Lösungen (*Regulatory Technology*) sind innovative Technologien, die von Finanzinstituten und anderen regulierten Unternehmen eingesetzt werden, um die Einhaltung von Vorschriften effizienter, kostengünstiger und weniger fehleranfällig zu gestalten. Im Wesentlichen zielen sie darauf ab, regulatorische Prozesse mithilfe von Technologie zu automatisieren und zu optimieren.

konkretisiert worden. Die Pflicht zur „unverzöglichen“ Meldung von entsprechenden Vorfällen an die FINMA bedeutet, dass der betroffene Beauftragte bei Feststellung einer Cyber-Attacke und einer ersten Beurteilung über deren Kritikalität innerhalb von 24 Stunden den zuständigen Key-Account-Manager der FINMA vororientiert.<sup>93</sup> Die eigentliche Meldung muss innerhalb von 72 Stunden über die webbasierte Erhebungs- und Suchplattform (EHP) der FINMA erfolgen. Die Ausführungen in der FINMA-Aufsichtsmitteilung 05/2020 hat die FINMA in ihrer Aufsichtsmitteilung 03/2024 betr. Erkenntnisse aus der Cyber-Risiko-Aufsichtstätigkeit<sup>94</sup> im Jahre 2024 weiter konkretisiert. Diese verlangen unter anderem ein strukturiertes Cyber-Risikomanagement sowie eine enge Integration der IT-Sicherheit in die Governance-Struktur des beaufsichtigten Unternehmens.

### cc) Vertragsgestaltung

In der vertraglichen Umsetzung von Unternehmenskäufen mit FinTech-Bezug müssen technologische und cybersicherheitsbezogene Aspekte insbesondere aus der Käufersicht angemessen adressiert werden. Garantien und Zusicherungen (*Representations and Warranties*) sollten sich auf die Angemessenheit und Aktualität der Datenarchitektur sowie deren Interoperabilität beziehen. Ebenso sind Zusicherungen hinsichtlich der Einhaltung sämtlicher anwendbarer Technologie-, Datenschutz- und IT-Sicherheitsgesetze sowie der massgeblichen regulatorischen Standards vorzusehen. Ergänzend empfiehlt sich die Aufnahme von Haftungs- und Schadloshaltungsklauseln (*Indemnities*) für Risiken im Zusammenhang mit entsprechenden Datenschutzverletzungen, Sicherheitslücken oder regulatorischen Sanktionen infolge mangelhafter Cyberabwehrmechanismen.

## 3. Übersicht zur Due Diligence und Vertragsgestaltung

Entlang der besprochenen Dimensionen ergibt sich für KI- und FinTech-Unternehmen die folgende *exemplarische Übersicht* typischer rechtlicher und regulatorischer Herausforderungen, die sich sowohl in der Due Diligence als auch in der Gestaltung des Unternehmenskaufvertrags stellen.

---

<sup>93</sup> Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Aufsichtsmitteilung 05/2020, Meldepflicht von Cyber-Attacken gemäss Art. 29 Abs. 2 FINMAG, 7. Mai 2020, Bern, 4.

<sup>94</sup> Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Aufsichtsmitteilung 03/2024, Erkenntnisse aus der Cyber-Risiko-Aufsichtstätigkeit, Präzisierung zur FINMA-Aufsichtsmitteilung 05/2020 und zu szenariobezogenen Cyber-Übungen, 7. Juni 2024, Bern.

**Dimension/  
Aspekt**

**KI-Unternehmen**

**FinTech-Unternehmen**

**Definition &  
Umfang**

- „KI-System“ präzise definieren, inkl. algorithmischer Modelle, Trainingsdaten (Provenienz, Qualität), Risikokategorien gemäss EU-KI-Gesetz
- Verweis auf relevante Regulierungen (EU-KI-Gesetz, DSGVO)

- Bestätigung der erforderlichen Lizenzen sowie, falls genutzt, von regulatorischen Sandkästen und anderen regulatorischen Ausnahmetatbeständen
- Prüfung und Offenlegung möglicher regulatorischer Arbitrage
- Nutzungsrechte (exklusiv vs. nicht-exklusiv, Unterlizenzierung)

**Allgemeine Garantien & Zusicherungen**

- Einhaltung aller technologie- und datenschutzrechtlichen Vorgaben (EU-KI-Gesetz, DSGVO)
- Dokumentierte technische/organisatorische Massnahmen entsprechend Risikoprofil (Transparenz, Explainability, Bias-Vermeidung)
- Keine laufenden behördlichen Verfahren betreffend KI/Datenschutz

- Einhaltung sämtlicher Finanzmarktgesetze in relevanten Jurisdiktionen, inkl. Ausnahmetatbestände/regulatorische Sandkästen
- Fortbestand aller Bewilligungen und Lizenzen nach Closing
- Keine regulatorischen Untersuchungen oder Sanktionen anhängig

**Haftung &  
Schadloshaltung**

- *Indemnities* für regulatorische Verstösse, Datenschutz- und IP-Verletzungen
- *Indemnities* für Datenqualität und -reinheit (keine diskriminierenden Inhalte)
- Optionaler Earn-Out-Mechanismus, der den Kaufpreis z.B. an erfolgreiche Zertifizierung nach EU-KI-Gesetz koppelt

- *Käuferinteresse*: unbeschränkte Haftung bei Verstössen gegen aufsichtsrechtliche Vorgaben und Datenschutzrecht, inkl. Daten-/Cloud-Regelungen
- *Verkäuferinteresse*: Selbsthalte und zeitliche Haftungsausschlüsse zur Risikobegrenzung

**Dimension/  
Aspekt**

**KI-Unternehmen**

**FinTech-Unternehmen**

**Daten & Daten-  
schutz**

- Detaillierte Regelung zu Dateninputs/-outputs (Datentypen, Formate, APIs, Modelle)
- Übergabe einer vollständigen Data-Lineage-Dokumentation (Metadaten, Zeitstempel, Provenienz)
- Zusicherung der Rechtmässigkeit aller Datenquellen (Lizenzen, Urheberrecht, Datenschutzrecht)

- Durchführung von Data-Flow-Mapping nach DSGVO/EU-DSGVO
- Sicherstellung nahtloser Fortführung aller Datenliefer- und Lizenzverträge bei Eigentümerwechsel
- Prüf- und Auditrechte gegenüber Datenlieferanten und Cloud-Anbietern

**IP & Open-  
Source-Soft-  
ware**

- Detaillierte Zusicherungen zu Urheberrechten, Patenten und Geschäftsgeheimnisse
- Offenlegung aller OSS-Komponenten und Lizenztypen; Prüfung auf Lizenzkompatibilität und „License Contamination“

- Fokus auf IP von Finanzsoftware seltener relevant, eher Nutzung von Standard-IT-Lizenzen
- Schutz proprietärer Schnittstellen (APIs) kann relevant sein

**Cloud & Out-  
sourcing**

- Einsatz standardisierter Datenschutzklauseln bei Drittstaaten
- Vertragliche Sicherstellung von Cloud-Compliance, Zugriffsrechten und Resilienz (Backup, DRP)

- Outsourcing-Vertrag in Übereinstimmung mit FINMA-Outsourcing-Rundschreiben
- Beauftragung von Cloud-Anbietern als Hilfspersonen zur Wahrung des Berufsgeheimnisses
- Zusicherungen zu Sicherheitsstandards (Verschlüsselung und Authentifizierung)

<b>Dimension/ Aspekt</b>	<b>KI-Unternehmen</b>	<b>FinTech-Unternehmen</b>
<b>Technologie &amp; Cyber-Security</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Detaillierte Spezifikationen und Zusicherungen zur Architektur, Penetrationstests und Audits</li> <li>- Nachvollziehbarkeit, Skalierbarkeit und Einhaltung aller Cyber-Security-Standards</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zusicherungen zur Datenarchitektur und Interoperabilität mit RegTech/AML/KYC-Systemen</li> <li>- Zusicherungen zu Cyber-Risikomanagement und Meldepflichten an FINMA</li> <li>- <i>Indemnities</i> für Sicherheitslücken oder Fehlfunktionen</li> </ul>

Die Übersicht hat keinen abschliessenden Charakter und kann als Arbeitsinstrument verstanden werden.

### III. Fazit

Insgesamt zeigt sich, dass die regulatorischen und compliancebezogenen Herausforderungen bei der Übernahme von KI- und FinTech-Unternehmen signifikant und komplex sind. Insbesondere das EU-KI-Gesetz etabliert einen umfassenden, risikobasierten Rechtsrahmen, der weitreichende Auswirkungen auch ausserhalb der EU entfaltet und spezifische Anforderungen an Transparenz, Dokumentation und Datenqualität stellt. Unternehmen aus Drittstaaten müssen daher proaktiv technische, organisatorische und rechtliche Massnahmen implementieren, um den Zugang zum europäischen Markt nicht zu gefährden und potenzielle Sanktionen, die erhebliche finanzielle und reputationsbezogene Folgen haben können, zu vermeiden.

Im Gegensatz zur EU verfolgt die Schweiz derzeit einen pragmatischeren und sektorbezogenen Ansatz bei der KI-Regulierung. Mit der geplanten Ratifizierung des KI-Rahmenübereinkommens, hat der Bundesrat den schweizerischen Mittelweg in Bezug auf die Regulierung von KI insgesamt bestätigt. Er wird bei Bedarf ausgewählte Anpassungen vornehmen, um die Grundrechte zu schützen und spezifische sektorale Bedürfnisse zu erfüllen. Eine übergreifende, hohe Regulierungslast, beispielsweise durch eine vollständige Angleichung an das EU-KI-Gesetz, wird jedoch letztlich vermieden.

Aus Sicht der Due-Diligence ergeben sich spezifische Herausforderungen bei KI- und FinTech-Unternehmen, insbesondere bezüglich des Datenschutzes, des geistigen Eigentums, der technologischen Infrastruktur und der Einhaltung regulatorischer Anforderungen. Die Integration von KI-Technologien be-

dingt insbesondere eine eingehende Analyse sowohl der algorithmischen Einzigartigkeit und Skalierbarkeit als auch der Risiken, die durch die Verwendung personenbezogener Daten entstehen.

In vertraglicher Hinsicht sind sorgfältige und präzise Definitionen von Schlüsselbegriffen, klare Garantien und Zusicherungen (*Representations and Warranties*) sowie umfangreiche Haftungs- und Schadloshaltungsklauseln (*Indemnities*) essenziell, um regulatorische und technologische Risiken aus Käufersicht wirksam abzudecken. Besonders relevant sind hierbei Klauseln, die Compliance-Verpflichtungen explizit adressieren und auch zukünftige regulatorische Entwicklungen berücksichtigen. Earn-Out-Regelungen bieten zudem Möglichkeiten, Risiken hinsichtlich der regulatorischen Compliance und technologischen Qualität finanziell angemessen abzubilden.

Letztlich erfordert der Erwerb von KI- und FinTech-Unternehmen ein hohes Mass an interdisziplinärer Zusammenarbeit und vorausschauendem Handeln, um regulatorische Anforderungen zu erfüllen, die transaktionsbedingten Risiken zu minimieren und die langfristige Wettbewerbsfähigkeit sicherzustellen. Ein komplexes Unterfangen! Compliance sollte dabei nicht nur als Pflicht, sondern kann als strategischer Wettbewerbsvorteil verstanden werden, der massgeblich zum *langfristigen* Erfolg von M&A-Transaktionen im Bereich KI- und FinTech-Unternehmen beiträgt.

## Literaturverzeichnis

- Blonski Dominika, Cloud – alles Risiko? SJZ 119/2023, 991 ff.
- Draghi Mario, The future of European competitiveness, Part A, A competitiveness strategy for Europe, Brüssel, September 2024.
- Glatthaar Matthias/Schröder Annika, AI-Compliance: Best-Practice-Ansatz für Governance Frameworks, RR-COMP 3-4/2024, 11 ff.
- Griesinger Marcel, Schweizerisches Datenschutzgesetz: Datenschutz-Compliance für Unternehmen beim Einsatz von KI-Anwendungen, CB 2024, 485 ff.
- Haase S. Martin, Rechtmässigkeit der Benutzung personenbezogener Daten zum Trainieren künstlicher Intelligenz nach den Vorschriften der Datenschutz-Grundverordnung, InTeR 2023, 66 ff.
- Hochschule Luzern (HSLU), IFZ FinTech Study 2024.
- Kaulartz Markus/Matthiesen Reemt, Training von KI-Modellen mit personenbezogenen Daten im Lichte der Stellungnahme des EDSA, RD 2025, 141 ff.
- Lohmann Melinda, Ein zukunftsfähiger Haftungsrahmen für künstliche Intelligenz, HAVE 2021, 111 ff.
- Mätzler Samuel/De Col Deborah, KI erobert den Datenschutz – oder umgekehrt?, sic! 2025, 129 ff.

- Müller Markus/Jarocki Tabea, Einbindung der Compliance-Funktion nach AT 8.2 MaRisk, CB 2024, 417 ff.
- Rusterholz Leo, The Impact of the revised Data Protection Act on Outsourcings by Swiss Financial Institutions, CapLaw-2022-15.
- Schwenke Thomas, Einführung KI-Verordnung: Grundlagen, Begriffe und Pflichtenkatalog, DSB 2024, 205 ff.
- Stahelin Alesch, Die wichtigsten Aspekte des EU-Gesetzes über künstliche Intelligenz, sic! 2025, 58 ff.
- Thouvenin Florent/Volz Stephanie, Ein Rechtsrahmen für den Einsatz von künstlicher Intelligenz (KI) in der Schweiz, ZBJV 160/2024, 613 ff.
- Volz Stephanie, KI Sandboxes für die Schweiz?, SZW 2022, 51 ff.
- Wege Patrick, KI, Sprachmodelle & Patentrecht aus Unternehmenssicht, InTeR 2024, 100 ff.

## Materialien

- Bundesamt für Justiz BJ, Rechtliche Basisanalyse im Rahmen der Auslegeordnung zu den Regulierungsansätzen im Bereich künstliche Intelligenz, 31. August 2024, Bern (zit. BJ, Rechtliche Basisanalyse).
- Bundesamt für Kommunikation BAKOM, Auslegeordnung zur Regulierung von künstlicher Intelligenz, Bericht an den Bundesrat, 12. Februar 2025, Bern.
- Bundesamt für Kommunikation BAKOM, Überblick zu aktuellen sektoriellen Regulierungsaktivitäten im Zusammenhang mit künstlicher Intelligenz, 16. Dezember 2024, Bern (zit. BAKOM, Überblick zu aktuellen sektoriellen Regulierungsaktivitäten).
- Bundesamt für Kommunikation BAKOM, Analyse der Regulierung von künstlicher Intelligenz in verschiedenen Ländern und Weltregionen, Basisanalyse für die Auslegeordnung zur Regulierung von künstlicher Intelligenz, 16. Dezember 2024, Bern (zit. „BAKOM, Analyse der Regulierung von künstlicher Intelligenz“).
- Bundesrat, Leitlinien „Künstliche Intelligenz“ für den Bund, Orientierungsrahmen für den Umgang mit künstlicher Intelligenz in der Bundesverwaltung, 25. November 2020, Bern (zit. Bundesrat, Leitlinien „Künstliche Intelligenz“ für den Bund).
- European Commission, An EU Compass to regain competitiveness and secure sustainable prosperity, 29. Januar 2025, Brüssel.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Medienmitteilung zur FINMA-Umfrage: Künstliche Intelligenz auf dem Vormarsch in Schweizer Finanzinstituten, 24. April 2025, Bern.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2024, Governance und Risikomanagement beim Einsatz künstlicher Intelligenz, 18. Dezember 2024, Bern.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Aufsichtsmitteilung 06/2024, Stablecoins: Risiken und Anforderungen für Stablecoin-Herausgebende und garantiestellende Banken, 26. Juli 2024, Bern.

- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Aufsichtsmitteilung 04/2024, Management der operationellen Risiken von Fondsleitungen und Verwaltern von Kollektivvermögen, 12. Juni 2024, Bern.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Aufsichtsmitteilung 03/2024, Erkenntnisse aus der Cyber-Risiko-Aufsichtstätigkeit, Präzisierung zur FINMA-Aufsichtsmitteilung 05/2020 und zu szenariobezogenen Cyber-Übungen, 7. Juni 2024, Bern.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Jahresbericht 2023, 2024, Bern.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Aufsichtsmitteilung 08/2023, Staking, 20. Dezember 2023, Bern.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Rundschreiben 2023/1, Operationelle Risiken und Resilienz – Banken, 7. Dezember 2022, Bern.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Aufsichtsmitteilung 05/2020, Meldepflicht von Cyber-Attacken gemäss Art. 29 Abs. 2 FINMAG, 7. Mai 2020, Bern.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Ergänzung der Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs), 11. September 2019, Bern.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Aufsichtsmitteilung 02/2019, Zahlungsverkehr auf der Blockchain, 26. August 2019, Bern.
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Wegleitung für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs), 16. Februar 2018, Bern
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Rundschreiben 2018/3, Outsourcing – Auslagerungen Banken, Versicherungsunternehmen und ausgewählte Finanzinstituten nach FINIG, 21. September 2017, Bern.



## Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

- Band 233 **TranSa(n)ktionen, Regulierung, Krypto- & Klepto: Neue und alte Phänomene auf dem Kapitalmarkt**  
Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XVIII – Tagungsband 2022  
THOMAS U. REUTTER, THOMAS WERLEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Petra Ginter, Jonas Hertner, Benjamin Leisinger, Rebecca Paumgartner-Schori, Matthias Portmann, Cédric Remund, Lukas Roesler, Michael Schneitter, Philip Spoerlé, Annette Weber, 2024 – CHF 60.00.
- Band 234 **Familienstiftungen – neue Perspektiven**  
Tagungsband 2024  
THOMAS SPRECHER, LUKAS VON ORELLI (Hrsg.), mit Beiträgen von Lukas Brugger, Lukas Eichenberger, Urs Fasel, Michael Fischer, Harold Grüninger, Dominique Jakob, Daniel Leu, Stefan Oesterhelt, Andrea Opel, Thomas Sprecher, Lukas von Orelli, 2024 – CHF 60.00.
- Band 235 **M&A unter geänderten Vorzeichen**  
26. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2023  
HANS-JAKOB DIEM, MATTHIAS WOLF (Hrsg.), mit Beiträgen von Anja Affolter Marino, Morgan Boeffard, Hans-Jakob Diem, Dieter Dubs, Romain Fakhoury, Frank Gerhard, Alex Nikitine, Fabienne Perlini-Frehner, Marco Sidler, Philippe Weber, Manuel Werder, 2024 – CHF 60.00.
- Band 236 **Fachtagung Bedrohungsmanagement – Reflexion zum Stand der Entwicklungen beim Bedrohungsmanagement**  
Tagungsband 2023  
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von May Beyli, Massimo Bonato, Reinhard Brunner, Michael Bühl, Elmar Habermeyer, Alexandra Ott Müller, Philippe Vogt, Sven Zimmerlin, 2024 – CHF 60.00.
- Band 237 **When the rubber hits the road – Umsetzung der VAG/AVO Revision**  
Tagungsband 2024  
HANSJÜRIG APPENZELLER, MONICA MÄCHLER (Hrsg.), mit Beiträgen von Hansjürg Appenzeller, Claudia Biedermann, Chiara Di Pietro, Julia Ender Amacker, Helmut Heiss, Vanessa Isler, Alexander Lacher, Monica Mächler, Birgit Rutishauser Hernandez Ortega, Rupert Schaefer, Helmut Studer, Lutz Wilhelmy, 2024 – CHF 60.00.
- Band 238 **EU Enlargement and European Integration: Challenges and Perspectives**  
14th Network Europe Conference – Stockholm, 25–26 September 2023  
ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER, FATLUM ADEMI (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi, Antonina Bakardjieva Engelbrekt, Melita Carević, Jelena Ceranic Perisic, Viorel Cibotaru, Waltraud Hakenberg, Garine Hovsepien, Andreas Kellerhals, Lee McGowan, Henri Vogt, Ralph Weber, 2024 – CHF 60.00.
- Band 239 **Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten**  
9. Tagung zu Private Equity – Tagungsband 2024  
DIETER GERICKE (Hrsg.), mit Beiträgen von Jonas Bühlmann, Tino Gaberthüel, Dieter Gericke, Till Haechler, Petra Hanselmann, Reto Heuberger, Michel Jaccard, Yannic Schönenberger, Marc Walter, Caspar Wehrle, 2024 – CHF 60.00.

- Band 240 **Sexuelle Belästigung im öffentlichen und virtuellen Raum – Fokus der Kriminalprävention**  
14. Zürcher Präventionsforum – Tagungsband 2024  
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, ROLF NÄGELI, AURELIA GURT (Hrsg.), mit Beiträgen von Naomi Chinasa Bögli, Aurelia Gurt, Pia Kuchenmüller, Dayana Mordasini, Rebecca Sigg, Claudia Stam, Aner Voloder, 2024 – CHF 60.00.
- Band 241 **Parteienkrieg und Verzögerungsbomben im Wirtschaftsstrafprozess**  
15. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2024  
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Simone Brunner, Claire A. Daams, Friedrich Frank, Daniel Holenstein, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Konrad Jeker, Tanja Knodel, Gregor Münch, Cédric Remund, David Zollinger, 2024 – CHF 60.00.
- Band 242 **AT 1, Ad hoc, L-QIF, ESG, Insider, etc.: im Reich der guten und der bösen Akronyme und Abkürzungen**  
Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIX – Tagungsband 2023  
THOMAS U. REUTTER, THOMAS WERLEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Rainer Adlhart, Andrea Andelic, Caroline Clemetson, Fabienne Crisovan, Sarah Ganz, Deirdre Ní Annracháin, Silke Weller, 2025 – CHF 60.00.
- Band 243 **Verantwortlichkeitsrecht im Wandel**  
Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht XII Tagungsband 2024  
PETER R. ISLER, ROLF SETHE (Hrsg.), mit Beiträgen von Isabelle Berger, Patrik Fisch, Peter R. Isler, Valentin Jentsch, Valerie Meyer Bahar, Tobias F. Rohner, Rolf Sethe, 2025 – CHF 60.00.
- Band 244 **Fachtagung Bedrohungsmanagement – Herausforderungen unserer Zeit**  
Tagungsband 2024  
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Milena Brüni, Reinhard Brunner, Regina Carstensen, Karin Fehlmann, David Frei, Vivian Frei, Thomas Gerber, Katharina Girsberger, Anna Gottwald, Leonardo Vertone, 2025 – CHF 60.00.
- Band 245 **Sicherheit & Souveränität in Europa**  
Referate zu Fragen der Zukunft Europas 2022  
ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Referaten von Michael Flügger, The Rt Hon Lord Frost of Allenton CMG, Botschafter Frédéric Journès, Livia Leu, Egils Levits, David Malpass, Petros Mavromichalis, Ambassador Chitra Narayanan, Ambassador Kojiro Shiraishi, Denys Shmyhal, Prof. Dr. Gabriele Siegert, Manuel Valls, Prof. Dr. Shinya Yamanaka, Volodymyr Zelenskyy, Dr. Andreas Zünd, 2025 – CHF 59.90.

# Weitere Publikationen und Monografien

## **Continuing Legal Education**

### Ambition and Reality

ANDREAS KELLERHALS, MICHAEL MAYER, JANICK ELSENER (Eds.), mit Beiträgen von James Bellerjeau, Thomas Gächter, Stephan Göcken, Melissa Hardee, Dirk Hartung, Andreas Kellerhals, Hadrien Mangeat, Bruno Mascello, Richard Norman, Jed S. Rakoff, Flavio Romerio, Lukas Wyss, 2023 – CHF 39.90/59.90.

## **Jahrbuch Wirtschaftsrecht Schweiz – EU**

### Überblick und Kommentar 2023/24

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, Brigitta Kratz, David Mamane, Jochen Meyer-Burow, Peter Rechsteiner, René Schreiber, Stefan Sulzer, Dirk Trüten, Wesselina Uebe, Andreas R. Ziegler, 2024 – CHF 49.90.

## **The Eurosystem's Monetary Policy at 25 (1999-2023)**

### Legal Aspects of the Single Monetary Policy in the Euro Area – From the Establishment of the Eurosystem to the Current Inflation Crisis

CHRISTOS V. GORTSOS, 2024 – CHF 49.90/69.90.

## **Kartellverfahren als Strafverfahren**

### Zur institutionellen Ausgestaltung des Verfahrens über Direktsanktionen vor den Schweizer Wettbewerbsbehörden im Lichte der Bundesverfassung und der Europäischen Menschenrechtskonvention

MARC THOMMEN, ANDRÉS PAYER, 2024 – CHF 39.90/59.90.

## **Tierversuche in der Forschung: Herausforderungen und Chancen**

### Die Güterabwägung und das «unerlässliche Mass» – Aus rechtlicher, biomedizinischer, regulatorischer und klinischer Sicht – Tagungsband 2024

SCHWEIZERISCHES 3R-KOMPETENZENTRUM (3RCC) (Hrsg.), mit Beiträgen von Christian Baumann, Eva Rached, Martin E. Schwab, Goran Seferovic, Janos Vörös, 2024 – CHF 39.90/49.90.

## **Schweizerische Sicherheitspolitik im internationalen Kontext von 1815 bis heute**

### Eine Skizze

MARTIN DAHINDEN, 2025 – CHF 39.90/49.90.

## **Schweiz – Europäische Union**

### Grundlagen, Bilaterale Abkommen, Autonome Nachvollzug – 2. Auflage

MATTHIAS OESCH, 2025 – CHF 59.90/74.90.

## **TBTF & Finanzstabilität**

### Financial Stability Law Forum – Symposium 2025

ISABELLE CHABLOZ, FRANCA CONTRATTO, ALINE DARBELLAY, MIRJAM EGGEN, SERAINA GRÜNEWALD, NINA REISER, CORINNE ZELLWEGE-GUTKNECHT (Hrsg.), mit Beiträgen von Sarah Breedon, Isabelle Chabloz, Franca Contratto, Aline Darbellay, Patrik Ducrey, Mirjam Eggen, Susan Emmenegger, Neil Esho, Alain Girard, Seraina Grünwald, Eva Hüpkes, Martin Janssen, Sébastien Kraenzlin, Fabien Liegeois, Yan Liu, Mónica López-Monis Gallego, Monica Mächler, Michael Manz, Nina Reiser, Karl-Philipp Wojcik, Oliver Wunsch, Corinne Zellweger-Gutknecht, Heinz Zimmermann, 2025 – CHF 49.90/69.90.

## **Aktuelle Probleme der WTO**

RICHARD SENTI, 2025 – CHF 19.90.

Im Fokus der 27. Zürcher Konferenz zu Mergers & Acquisitions stand die „Aufbruchstimmung in der M&A-Landschaft“, die von einer zunehmenden Dynamik und technologischen Durchdringung geprägt ist. Anerkannte Fachleute widmeten sich in ihren Referaten einer Vielzahl hochaktueller Themen aus der M&A-Praxis: von der Diskussion rund um W&I-Versicherungen über die Prä-Auktion im Vorfeld von öffentlichen Übernahmen, den Herausforderungen und Chancen von Joint Ventures – einer Transaktionsform, die zunehmend an Bedeutung gewinnt – bis hin zum Fokusthema Künstliche Intelligenz in M&A-Prozessen sowie den regulatorischen und Compliance-relevanten Implikationen bei der Übernahme von KI- und Fintech-Unternehmen. Die Publikation zeigt einmal mehr, wie wichtig der interdisziplinäre Austausch für die Weiterentwicklung der M&A-Praxis ist – sowohl rechtlich als auch strategisch.

Mit Beiträgen von:

Tina Balzli  
Brice Bolinger  
Dieter Gericke  
Marie Klingsporn  
Matthias P. A. Müller

Christoph Neeracher  
Philippe Seiler  
Michael Tschan  
Matthias Wolf