EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:
Tino Gaberthüel, Matthias Wolf

Mehr Ordnung, weniger Spielraum? M&A im Wandel der Kräfteverhältnisse

28. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions
Tagungsband 2025

EIZ Publishing

EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:
Tino Gaberthüel, Matthias Wolf

Mehr Ordnung, weniger Spielraum? M&A im Wandel der Kräfteverhältnisse

28. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions
Tagungsband 2025

EIZ Publishing

© 2026 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

Verlag: EIZ Publishing (eizpublishing.ch),
Bellerivestrasse 49, 8008 Zürich, Schweiz
eizpublishing@europa-institut.ch
Herausgeber: Tino Gaberthüel, Matthias Wolf
ISBN:
978-3-03994-117-9 (Print – Softcover)
978-3-03994-118-6 (PDF)
DOI: https://doi.org/10.36862/6RW3-6C9J
Version: 1.01 – 20260629

Dieses Werk ist als gedrucktes Buch sowie als E-Book (open access) in verschiedenen Formaten verfügbar. Weitere Informationen finden Sie unter der URL: https://eizpublishing.ch/publikationen/mehr-ordnung-weniger-spielraum/.

Vorwort

Am 16. September 2025 fand die 28. Zürcher Konferenz zu Mergers & Acquisitions unter der Leitung des Europa Instituts an der Universität Zürich statt. Die diesjährige Tagung stand unter dem Titel «Mehr Ordnung, weniger Spielraum? – M&A im Wandel der Kräfteverhältnisse» und widmete sich den tiefgreifenden Veränderungen, welche die Transaktionspraxis derzeit prägen.

Während in den vergangenen Jahrzehnten Globalisierung und Liberalisierung die Entwicklung des M&A-Markts vorantrieben, ist heute eine gegenläufige Bewegung zu beobachten. Zunehmende staatliche Einflussnahme, verschärfte Investitionskontrollen und geopolitische Spannungen verändern die Rahmenbedingungen für Transaktionen nachhaltig. Gleichzeitig führen wirtschaftliche Unsicherheiten und divergierende Preisvorstellungen zu neuen Anforderungen an die Strukturierung und Durchführung von Deals.

Die Referate der diesjährigen Konferenz griffen diese Entwicklungen aus unterschiedlichen Perspektiven auf. Sie reichten von den Auswirkungen geopolitischer Verschiebungen und regulatorischer Eingriffe auf internationale Transaktionen über aktuelle Fragen des Übernahmerechts und der Corporate Governance bis hin zu praktischen Herausforderungen bei der Vertragsgestaltung, insbesondere im Bereich der Preisfindung und der Risikozuweisung. Weitere Beiträge beleuchteten die Rolle von Private Equity im Spannungsfeld zwischen privaten und öffentlichen Märkten sowie Möglichkeiten zur Erhöhung der Transaktionssicherheit.

Unser Dank gilt allen Referierenden für ihre fundierten und praxisnahen Beiträge sowie ihre Bereitschaft, diese für den vorliegenden Tagungsband aufzubereiten. Weiter danken wir dem interessierten Fachpublikum für die Teilnahme an der Konferenz sowie dem engagierten Team des Europa Instituts für die Organisation der Konferenz und die redaktionelle Betreuung dieser Publikation.

Wir hoffen, dass der vorliegende Tagungsband für die Praxis hilfreiche Anregungen bietet, und freuen uns bereits darauf, Sie an der 29. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions vom 22. September 2026 begrüssen zu dürfen.

Zürich, im Juni 2026

Tino Gaberthüel
Matthias Wolf

Inhaltsübersicht

De-Globalisierung, Handelskrieg und Zölle: Wird M&A unvorhersehbar? 9

Dr. Heiner Braun, Rechtsanwalt, LL.M., Partner, Freshfields, Frankfurt am Main

Relationship Agreements – Umgang mit Grossaktionären 41

Dr. Urs Kägi, Rechtsanwalt, LL.M., Partner, Bär & Karrer, Zürich
Ann-Kathrin Bühler, Junior Associate, Bär & Karrer, Zürich

Trends im Übernahmerecht 73

Prof. Dr. Mirjam Eggen, Rechtsanwältin, LL.M., Präsidentin der Schweizerischen Übernahmekommission, Zürich
Marc D. Nagel, lic. oec. HSG et lic. iur. HSG, Rechtsanwalt, Schweizerische Übernahmekommission, Zürich

Zwischen privaten und öffentlichen Märkten: Wie Private Equity rechtliche Grenzen in der Governance und im M&A verwischt 99

Dr. Frank Gerhard, Rechtsanwalt, LL.M., Partner, Homburger, Zürich

Von unterschiedlichen Preisvorstellungen zum erfolgreichen Deal 209

Simone Ehrsam, Rechtsanwältin, Partnerin, Lenz & Staehelin, Zürich

Zuweisung von Steuerrisiken in M&A-Verträgen – Tax Indemnities und weitere Steuerklauseln 233

Matthias Wolf, Rechtsanwalt, LL.M., Partner, Lenz & Staehelin, Zürich
Lukas Aebi, Rechtsanwalt, LL.M., dipl. Steuerexperte, Partner, Lenz & Staehelin, Zürich

Erhöhen der Deal-Sicherheit in (regulatorisch) unsicheren Zeiten 259

Andreas Hinsen, Rechtsanwalt, LL.M., Partner, Advestra, Zürich

De-Globalisierung, Handelskrieg und Zölle: Wird M&A unvorhersehbar?

Heiner Braun*

Inhalt

I. Einleitung 10

II. Regulatorische Entwicklungslinien 11
1. Europa 11
a) Deutschland 11
b) Österreich 12
c) Schweiz 13
d) Europäische Union 15
2. USA 17
3. China 19

III. Auswirkungen auf M&A 21

IV. Handelskrieg und Zölle: eine neue Dimension der politischen M&A-Kontrolle? 24
1. Rückgang von M&A-Aktivität 25
2. Defensives M&A/Verlagerung 26
3. Herausforderungen für die Bewertung 26
4. Due Diligence 27
5. Neuartige M&A-Klauseln 28

V. SPA-Regelungen 28
1. MAE 28
2. Interim Covenants 30
3. Preisanpassungsklauseln 31
4. Earn-outs 32
5. Gewährleistungen und Freistellungen 34
6. Rollovers 35
7. Joint Ventures 36

VI. Ausblick 37

Literaturverzeichnis 38

* Ich danke Herrn cand. iur. Maximilian Klein, Frankfurt am Main, sehr herzlich für seine wertvolle Mitwirkung an diesem Beitrag.

I. Einleitung

Die globale M&A-Aktivität hat in den letzten 40 Jahren massiv zugenommen; dies gilt vor allem für internationale, länder- und kontinentübergreifende Unternehmenskäufe und Zusammenschlüsse. Bis zu seinem vorläufigen Höhepunkt im Jahr 2021 hat sich das Volumen der globalen M&A-Transaktionen seit 1985 auf etwa das Fünfzehnfache gesteigert.[1]

Hierzu haben drei geopolitische Trends massgeblich beigetragen:

- das Ende des Kalten Krieges und der damit einhergehenden Zweiteilung der Welt in einen westlichen und einen östlichen Machtbereich;
- die Öffnung Chinas für ausländisches Kapital und globalen Handel; sowie
- die politische und vor allem wirtschaftliche Ausrichtung nahezu aller anderen Staaten an Globalisierung und weitgehendem Freihandel.

All dies galt natürlich nie universell und gleichermassen. Aber eben doch recht umfänglich. Am liberalsten und offensten war die Rechtslage in Europa, sowohl innerhalb der EU als auch in der Schweiz, wo ausserhalb der militärischen Sektoren (und ausserhalb des Kartellrechts) quasi keine Beschränkungen für ausländische Erwerber beim Erwerb europäischer Unternehmen bestanden.

Seit dem Höhepunkt der globalen M&A-Liberalisierung in den Nuller- und frühen 2010er Jahren hat sich das Umfeld durch zunehmende Regulierung, vor allem im Bereich der Investitionskontrolle (*Foreign Direct Investment*, FDI) in den grossen Wirtschaftsnationen erheblich verschärft. Hinzu treten Instrumente wie die Kontrolle von staatlich subventionierten Finanzierungsquellen und eine zum Teil schärfere und in der Sache auf die Durchsetzung eines industriepolitischen *level playing field* gerichtete Durchsetzung von Fusionskontrollrecht.[2]

Zu diesem Trend tritt nunmehr die Unsicherheit hinzu, die durch den globalen Handels- und Zollkrieg entsteht, den die zweite Trump-Administration entfacht hat.

---

1 «Volumen der weltweiten M&A Deals von 1985 bis 2024», Statista vom 25. Juni 2025, abrufbar unter: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/153735/umfrage/volumen-der-fusionen-und-uebernahmen-weltweit/>.

2 Siehe z.B. die Entscheidung des deutschen Bundeskartellamts in Sachen CRRC/Vossloh, abrufbar unter: <https://www.bundeskartellamt.de/SharedDocs/Meldung/DE/Pressemitteilungen/2020/27_04_2020_CRRC_Vossloh.html>.

II. Regulatorische Entwicklungslinien

1. Europa

Europa hatte über lange Zeit ein maximal investitionsfreundliches Regime, das ausländische Käufer, auch von ausserhalb Europas, nahezu keinen Kontrollen ausserhalb des Kartellrechts und ausserhalb des militärischen Bereichs unterwarf.

Dies änderte sich graduell ab ca. 2007, als das deutsche Aussenwirtschaftsrecht – und in der Folge ähnliche Regelungen in anderen EU-Staaten – zu einem CFIUS-ähnlichen Instrument zur Kontrolle von Investitionen durch Erwerber von ausserhalb der EU/EFTA in kritische Sektoren und Infrastrukturen ausgebaut wurde.

Auch im Bereich Militärtechnik, wo alle Erwerbe (einschliesslich solcher von EU-Inländern) geprüft werden, wurde der Anwendungsbereich der Systeme stark ausgeweitet.

Inzwischen verfügen nahezu alle EU-Staaten über FDI-Gesetzgebungen. Auf die für den DACH-Raum und damit für diese Betrachtung besonders relevanten Systeme soll nachfolgend näher eingegangen werden.

a) Deutschland

Im Jahr 2024 wurden in Deutschland rund 260 nationale Prüfverfahren durchgeführt. Der grösste Anteil (gut 46%) entfiel auf Investitionen mit Herkunftsland USA.[3] In die vertiefte Prüfung (Phase II) gelangten lediglich 18 Fälle. Erwerbsbeschränkende Massnahmen wurden nach aktuellem Stand in acht Verfahren angeordnet.[4]

Das deutsche FDI-Regime ist nicht in einem Einzelgesetz kodifiziert, sondern ergibt sich aus dem Zusammenspiel mehrerer Gesetze und Verordnungen; eine Konsolidierung in einem einheitlichen Rechtsakt zeichnet sich derzeit nicht ab. Gleichwohl bestehen Reformbestrebungen im Zusammenhang mit der von der EU anvisierten Überarbeitung der EU-Screening-Regulation (dazu sogleich).

---

3 Vgl. «Investitionsprüfung in Deutschland: Zahlen und Fakten», abrufbar unter: <https://www.bundeswirtschaftsministerium.de/Redaktion/DE/Artikel/Aussenwirtschaft/investitionspruefung.html>.

4 Ebd.

Materiell setzt sich das Regelwerk insbesondere aus dem Aussenwirtschaftsgesetz (AWG) und der Aussenwirtschaftsverordnung (AWV) zusammen. Es unterscheidet zwischen einem sektorübergreifenden Prüfverfahren für Erwerbe durch Unionsfremde ausserhalb des EFTA-Raums sowie einem sektorspezifischen Prüfverfahren für Erwerbe im Bereich der Rüstungs- und Wehrtechnik, das ausdrücklich auch EU-Investoren erfasst.[5] Zuständig ist jeweils das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWE).

Die Prüfpflicht knüpft regelmässig an das Überschreiten bestimmter Beteiligungsschwellen an. Ob eine Transaktion meldepflichtig ist, hängt zudem vom Produktportfolio der Zielgesellschaft ab. Das Verfahren ist zweistufig angelegt: Zunächst entscheidet das BMWE im Rahmen einer Vorprüfung binnen zwei Monaten über die Eröffnung eines Prüfverfahrens (vgl. § 14a Abs. 1 Nr. 1 AWG). Die Hauptprüfung ist grundsätzlich innerhalb von vier Monaten abzuschliessen und kann bei besonderen Schwierigkeiten um drei, bei Berührung der Verteidigungsinteressen der Bundesrepublik Deutschland um einen weiteren Monat verlängert werden (vgl. § 14a Abs. 1 Nr. 2, Abs. 4 AWG).

Neben Direktinvestitionen kann auch die Übernahme durch eine deutsche Erwerbergesellschaft einer FDI-Prüfung unterliegen, sofern deren Mehrheitseigner wiederum ein ausländischer Investor ist. Greenfield-Investments sind Stand jetzt nicht erfasst.[6]

b) Österreich

Österreich hat erst jüngst (2020) sein Investitionskontrollrecht umfassend überarbeitet und zum Teil verschärft. Das gesamte FDI-Regime findet sich nunmehr in dem 2020 erlassenen Investitionskontrollgesetz (InvKG). Hiernach können Investitionen durch natürliche oder juristische Personen aus Drittstaaten (ausserhalb der EU, EWR oder der Schweiz), die eine Bedrohung für die Sicherheit oder öffentliche Ordnung darstellen könnten, mittels eines Genehmigungsverfahrens verhindert werden. Die Genehmigungspflicht entsteht hierbei grundsätzlich, wenn mindestens 25% der Stimmrechte übertragen werden. In besonders sensiblen Bereichen wie zB Verteidigungsgüter, kritische Energieinfrastruktur oder Digitalinfrastruktur gilt ein verschärfter Schwellenwert von 10% der Stimmrechte (vgl. § 4 InvKG). Darüber hinaus kann eine Genehmigungspflicht entstehen, wenn (unabhängig von konkreten Stimmrechtsanteilen) ein beherrschender Einfluss auf das Unternehmen er-

---

5 Vgl. Informationsseite des BMWE zur Investitionsprüfung, abrufbar unter: <https://www.bundeswirtschaftsministerium.de/Redaktion/DE/Artikel/Aussenwirtschaft/investitionspruefung.html>.

6 Vgl. Röhling/Salaschek, Rz. 23.

langt wird (vgl. § 2 Abs. 1 Nr. 3 lit. b)). Grundsätzlich ist in diesen Fällen ein Antrag auf Genehmigung von Seiten des Erwerbers bei dem Bundesminister für Wirtschaft, Energie und Tourismus (BWET) zu stellen.

Die Bereiche, in denen es zu einer Gefährdung der öffentlichen Sicherheit oder Ordnung kommen kann, sind im InvKG grundsätzlich abschliessend in dessen Anlage aufgezählt. Auf den ersten Blick wirkt der Anwendungsbereich des österreichischen Regimes daher enger als jener des deutschen. Bei näherer Betrachtung zeigt sich jedoch, dass das InvKG eine Vielzahl von Branchen erfasst, deren Umschreibungen teils sehr weit und unbestimmt gefasst sind. Die Praxis hat folglich mit einer nahezu grenzenlosen Auslegung der erfassten Bereiche umzugehen, was in der Anwendung regelmässig zu erheblichen Unsicherheiten führt. Dies gilt umso mehr, als das zuständige Bundesministerium nach der derzeitigen Praxis die in Teil 2 der Anlage zum InvKG aufgezählten Bereiche (zB 1.1. «Energie») per se als sensiblen Bereich ansieht, ohne dass noch gesondert geprüft wird, ob überhaupt eine «kritische Infrastruktur» im Sinne der Oberkategorie vorliegt.[7] Praktisch ist daher so gut wie jede M&A-Transaktion (sofern sie oben genannte Schwellenwerte überschreitet) erfasst.

c) Schweiz

In der Schweiz besteht bis heute kein formelles FDI-Regime, das staatlichen Stellen die Möglichkeit einräumt, ausländische Direktinvestitionen zu untersagen. Damit bildet die Schweiz im Kreis der OECD-Staaten eine Ausnahme. Nach einem OECD-Bericht aus dem Jahr 2024 verfügen rund 90% der Mitgliedstaaten über ein Investitionskontrollrecht.[8] Die politische Entwicklung zeigt jedoch auch in der Schweiz eine deutliche Bewegung in Richtung Regulierung: Bereits im März 2020 beauftragte das Parlament den Bundesrat, eine gesetzliche Grundlage für die Prüfung ausländischer Investitionen zu schaffen. Der Bundesrat verabschiedete im Dezember 2023 die «Botschaft für ein Investitionsprüfgesetz» und erfüllte damit den parlamentarischen Auftrag, lehnte jedoch die Einführung eines solchen Gesetzes weiterhin ab.[9] Im September 2025 sprach sich nun auch der Ständerat – nach dem Nationalrat – für

---

7 Vgl. Barbist/Kröll, 358.

8 Vgl. OECD FDI Regulatory Restrictiveness Index – Key findings and trends, OECD Business and Finance Policy Papers No. 72, S. 15, abrufbar unter: <https://www.oecd-ilibrary.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2024/12/oecd-fdi-regulatory-restrictiveness-index_3b446fc8/c56f8a14-en.pdf?utm_source=chatgpt.com>.

9 Vgl. Pressemitteilung des Bundesrats vom 15. Dezember 2023, abrufbar unter: <https://www.news.admin.ch/de/nsb?id=99460>.

die Einführung eines Investitionsprüfgesetzes aus.[10] Während die Vorlage des Bundesrats eine im internationalen Vergleich zurückhaltende Investitionskontrolle vorsah, weitete der Nationalrat den Anwendungsbereich deutlich aus: So sollte die Kontrolle sämtliche Investoren – staatliche wie private – erfassen und der Katalog der betroffenen Sektoren erweitert werden. Der Ständerat nahm diese Erweiterungen im weiteren Gesetzgebungsverfahren jedoch wieder zurück und beschloss, die Kontrolle auf Investitionen ausländischer staatlicher oder staatlich kontrollierter Investoren in kritischen Bereichen zu beschränken.[11] Diese Fassung muss nun vom Nationalrat im Differenzbereinigungsverfahren bestätigt werden, bevor das Gesetz in Kraft treten kann. Ob und wann dies geschieht, ist derzeit offen; eine Umsetzung vor 2028 gilt aber als unwahrscheinlich.

Regelungssystematisch unterscheidet sich der geplante Schweizer Entwurf deutlich von den bestehenden Regimen in Deutschland und Österreich. Während diese massgeblich an Beteiligungsschwellen anknüpfen und eine Anmeldung oder Prüfungspflicht auf dieser Grundlage auslösen, sieht der Schweizer Entwurf grundsätzlich bestimmte de-minimis-Schwellen vor – etwa in Bezug auf die Zahl der Beschäftigten oder den Unternehmensumsatz –, deren Überschreiten eine Genehmigungspflicht durch das Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO) triggert. Für bestimmte, besonders sensible Sektoren sieht der aktuelle Entwurf eine Genehmigungspflicht gänzlich unabhängig von der Überschreitung quantitativer Schwellenwerte vor – etwa in den Bereichen Militär, Energieinfrastruktur sowie sicherheitsrelevante IT-Systeme und -Dienstleistungen. Darüber hinaus enthält der Entwurf eine abgestufte Regelung nach Kritikalität der betroffenen Sektoren: In bestimmten Fällen besonders kritischer Bereiche greift die Genehmigungspflicht bereits, wenn das Zielunternehmen weltweit mindestens 50 Vollzeitmitarbeitende beschäftigt oder einen weltweiten Jahresumsatz von mindestens CHF 10 Mio. erzielt. In anderen, weniger sensiblen Bereichen – wie etwa Krankenhäusern und Gesundheitsdienstleistern, der pharmazeutischen bzw. medizinischen Produktion oder Telekommunikationsnetzen – entsteht die Verpflichtung zur Investitionsprüfung hingegen erst, wenn der weltweite Jahresumsatz des Zielunternehmens CHF 100 Mio. übersteigt.

---

10 In der Presse schon als die «lex china» betitelt, vgl. etwa: Burkhard oder Schöchli, «Lex China».

11 Vgl. Schöchli, Investitionskontrolle.

d) Europäische Union

Auch wenn die FDI-Regime auf nationaler Ebene etabliert sind, verfolgen sie weitgehend die Zielsetzungen der «Europäischen Strategie für wirtschaftliche Sicherheit» der Kommission von der Leyen. Diese definiert drei Prioritäten, namentlich

1) die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der EU im Wege der Stärkung des Binnenmarktes sowie Förderung von Forschung und Entwicklung und des Industriestandortes;
2) Schutz vor Risiken für die wirtschaftliche Sicherheit; sowie
3) Zusammenarbeit mit Staaten, welche die Interessen der EU teilen und mit ihr kooperieren wollen.[12]

Inzwischen existieren FDI-Kontrollregime in nahezu allen EU-Staaten und die sogenannte FDI-Prüfung hat sich als zweite regulatorische Säule neben den Kartellverfahren etabliert. Typischerweise gelten diese Regelungen nur bei Erwerben aus Drittstaaten bzw. durch Ausländer – dies ist aber nicht überall der Fall (siehe hierzu bereits oben).[13]

Zur effektiven Umsetzung ihrer Strategie im Bereich ausländischer Direktinvestitionen hat die Europäische Union im Jahr 2019 die sogenannte EU-Screening-Verordnung erlassen.[14] Ziel dieser Verordnung ist es, die bislang stark divergierenden FDI-Regime der Mitgliedstaaten besser zu koordinieren. Eine Verpflichtung zur Durchführung oder Untersagung bestimmter Investitionen enthält die Verordnung (bisher) ausdrücklich nicht (Art. 1 Abs. 3 EU-Screening-VO). Kernstück ist vielmehr der sogenannte europäische Kooperationsmechanismus: Die Mitgliedstaaten beteiligen seither sowohl einander als auch die Europäische Kommission an ihren nationalen Investitionsprüfverfahren. Diese können Kommentare und Stellungnahmen abgeben, wenn eine Investition voraussichtlich die Sicherheit oder öffentliche Ordnung in mehr als einem Mitgliedstaat beeinträchtigen könnte. Die betroffenen Mitgliedstaaten haben diese Stellungnahmen im Rahmen ihrer Entscheidung zu berücksichtigen.[15]

Seit einiger Zeit bemüht sich die Europäische Kommission indes um eine weitergehende Harmonisierung des europäischen Investitionskontrollrechts. Im

---

12 Siehe Herrmann/Müller-Ibold, 607.

13 Link/von Brevern, 1348 f.

14 Verordnung (EU) 2019/452 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. März 2019 zur Schaffung eines Rahmens für die Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen in der Union, ABl L 79I vom 21. März 2019, 1 ff.

15 Vgl. BMWK: Investitionsprüfung auf europäischer Ebene, abrufbar unter: <https://www.bundeswirtschaftsministerium.de/Redaktion/DE/Artikel/Aussenwirtschaft/investitionspruefung.html>.

Januar 2024 legte sie hierzu einen ersten Reformvorschlag vor.[16] Nach Auffassung der Kommission existieren Lücken im bestehenden System insbesondere deshalb, weil einige Mitgliedstaaten bislang kein eigenes FDI-Regime eingeführt haben (Erwägungsgründe 7 und 8 des Kommissionsentwurfs). Um dies zu ändern, soll eine Verpflichtung aller Mitgliedstaaten geschaffen werden, ausländische Investitionen aus Gründen der Sicherheit und öffentlichen Ordnung zu überprüfen (Erwägungsgrund 9). Zudem ist vorgesehen, den Anwendungsbereich ausdrücklich auf indirekte ausländische Investitionen auszudehnen (Art. 2 Nr. 1 des Entwurfs) und durch die Festlegung eines unionsweit einheitlichen Katalogs «besonders kritischer Sektoren» ein höheres Mass an Standardisierung zu erreichen.

In der Zwischenzeit haben sowohl das Europäische Parlament (Mai 2025)[17], als auch der Rat der Europäischen Union (Juni 2025)[18] eigene Änderungsvorschläge unterbreitet. Beide Institutionen unterstützen grundsätzlich die Einführung eines verpflichtenden Prüfmechanismus, unterscheiden sich jedoch deutlich im Detail: Das Parlament plädiert für eine umfassende Ausweitung der verpflichtend prüfpflichtigen Sektoren, während der Rat die Verpflichtung auf militärische und dual-use-Güter beschränken möchte. Darüber hinaus schlägt das Parlament vor, der Kommission die Befugnis einzuräumen, eine Investition zu untersagen, wenn «hinreichend begründete Einwände» bestehen – selbst dann, wenn der zuständige Mitgliedstaat die Transaktion genehmigt hat (Art. 7 Abs. 9 EP-Änderungsvorschlag). Der Rat lehnt eine solche Eingriffsbefugnis ab. Die Positionen der drei beteiligten Organe liegen also derzeit noch deutlich auseinander. Das laufende Trilogverfahren wird zeigen, inwieweit sich diese Ansätze einander annähern lassen, um zu einer konsensfähigen Neufassung der EU-Screening-Verordnung zu gelangen.

Als weitere, gleichsam dritte Säule hat die EU im Jahr 2023 die sogenannte Foreign Subsidies Regulation (FSR) erlassen, die der Abwehr von Verzerrungen im EU-Binnenmarkt dienen soll, die aus Sicht der Kommission durch Subventionen aus Drittstaaten verursacht werden.[19] Der FSR-Kontrolle unterliegen daher alle Unternehmenskäufe, sofern (i) die Zielgesellschaft im letzten Geschäftsjahr einen Umsatz von EUR 500 Mio. oder mehr erzielt hat und (ii) der

---

16 Vgl. Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über die Überprüfung ausländischer Investitionen in der Union und zur Aufhebung der Verordnung (EU) 2019/452 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Januar 2024, COM/2024/23 final.

17 Vgl. Änderungsanträge, des Europäischen Parlaments zu COM/2024/23 final vom 8. Mai 2025, 2024/0017(COD).

18 Vgl. Mandat für Verhandlungen mit dem Europäischen Parlament, ST 9517 2025 INIT – 'I' ITEM NOTE.

19 Herrmann/Müller-Ibold, 618 f.

bzw. die Erwerber und die Zielgesellschaft gemeinsam in den letzten drei Jahren finanzielle Zuwendungen von Drittstatten – d.h. solche von ausserhalb der EU – in Höhe von EUR 50 Mio. oder mehr erhalten haben. Auch bei Erwerben unterhalb dieser Schwellenwerte steht der Kommission ein sogenanntes Call-in Recht zu.

2. USA

Beim Blick auf die USA ergibt sich ein differenziertes Bild: Grundsätzlich herrschte auch hier ein liberales Investitionsklima, zugleich waren die USA aber die erste bedeutende westliche Volkswirtschaft, die mit dem *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS) einen ressortübergreifenden Kontrollausschuss einführte, der die Grundlagen dafür legte, was wir heute mit Foreign Direct Investment Kontrolle bezeichnen. CFIUS wurde 1975 eingeführt und in mehreren Schritten vor allem 1988 (*Exon-Florio*), 2007 (*Foreign Investment and National Security Act*, FINSA) und 2018 (*Foreign Investment Risk Review Modernization Act*, FIRRMA) ständig ausgebaut, inhaltlich verschärft und zunehmend rechtsförmlich ausgestaltet.[20]

CFIUS besitzt grundsätzlich die Befugnis, bestimmte Transaktionen zwischen einem US-Unternehmen und einem ausländischen Investor zu überprüfen, sofern diese geeignet sind, die nationale Sicherheit der Vereinigten Staaten zu beeinträchtigen. In solchen Fällen kann CFIUS dem Präsidenten empfehlen, die Transaktion zu untersagen oder – sofern sie bereits vollzogen wurde – rückgängig zu machen. Unterschieden wird zwischen sogenannten *Covered Control Transactions*, bei denen ein ausländischer Investor Kontrolle über ein US-Unternehmen erlangt. «Kontrolle» ist dabei weit zu verstehen und setzt nicht zwingend einen Mehrheitserwerb im kapital- oder stimmrechtsmässigen Sinne voraus.[21] Darüber hinaus erfasst das Regime auch indirekte ausländische Beteiligungen. Daneben besteht Zuständigkeit im Hinblick auf sogenannte *Covered Investments*, also Beteiligungen an US-Unternehmen, die auf den Gebieten kritischer Technologien oder Infrastrukturen tätig sind oder sensible personenbezogene Daten von US-Bürgerinnen und Bürgern sammeln oder verwalten (sogenannte *TID US businesses* – ein Akronym für «Technology, Infrastructure, Data»).[22] In der Praxis gestaltet sich die Abgrenzung der Zuständigkeit von CFIUS häufig schwierig. Dies liegt vor allem daran, dass das Gremium zunächst selbst über seine eigene Zuständigkeit entscheidet und mangels klarer gesetzlicher Kriterien eine verbindliche Einschätzung oftmals

20 Siehe Link/von Brevern, 1347.
21 Seibt/Koldehofe, 839 f.
22 Seibt/Koldehofe, 839.

nur schwer möglich ist. Um das Risiko einer späteren Rückabwicklung zu vermeiden, empfiehlt es sich daher, Zweifelsfälle eher zugunsten einer Zuständigkeit von CFIUS zu beurteilen und eine Anmeldung der Transaktion ernsthaft in Erwägung zu ziehen.

Bestimmte Transaktionen liegen allerdings klar ausserhalb des Zuständigkeitsbereichs – etwa rein passive Beteiligungen unterhalb einer 10-Prozent-Schwelle oder Greenfield-Investitionen.[23] Gleichwohl ist Vorsicht geboten: Selbst eine Ansammlung von Vermögenswerten, die von Investoren in Erwartung der Gründung eines Unternehmens zusammengetragen wurden (z.B. Verträge und geistiges Eigentum), können von CFIUS als ein US-Unternehmen angesehen werden.

Besonders bemerkenswert – und im Unterschied zu den europäischen Regimen – ist, dass verpflichtende Anmeldungen (*mandatory filings*) die Ausnahme darstellen. Eine zwingende Meldepflicht besteht nur in begrenzten Fallgruppen: zum einen bei Investitionen in *TID US businesses*, wenn der ausländische Investor mindestens 25% der Stimmrechte erwirbt und eine ausländische Regierung ihrerseits mindestens 49% der Stimmrechte am Investor hält;[24] zum anderen, wenn die Zielgesellschaft «kritische Technologien» entwickelt oder produziert und deren Export an den ausländischen Investor einer behördlichen Genehmigung (*U.S. regulatory authorization*) bedürfte.[25]

Abseits dieser Fallgruppen besteht keine ausdrückliche Pflicht zur Anmeldung. CFIUS kann eine Transaktion jedoch auch nachträglich prüfen. Parteien haben daher die Möglichkeit einer freiwilligen Anmeldung (*voluntary filing*), die in der Praxis häufig genutzt wird. Sie kann insbesondere in Situationen sinnvoll sein, in denen eine Zuständigkeitsunsicherheit besteht oder die Transaktion ein erhöhtes Sicherheitsinteresse berührt. Eine Freigabe durch CFIUS wirkt grundsätzlich endgültig und schliesst eine spätere Überprüfung aus, wodurch sich das regulatorische Risiko erheblich reduzieren lässt («*safe harbor*»).[26] Offene oder nicht angemeldete Transaktionen können hingegen jederzeit und zeitlich unbegrenzt überprüft werden – mit ungewissem Ausgang und potenziell weitreichenden Konsequenzen bis hin zur Anordnung eines Zwangsverkaufs.[27] Durch die Reform im Rahmen des FIRRMA wurde der Anwendungs-

---

23 Seibt/Koldehofe, 840 f.

24 Title 31, Code of Federal Regulations, § 800.401(b).

25 31 CFR § 800.401(c).

26 Vgl. 31 CFT § 800.508(d) sowie Informationen des U.S. Department of Treasury, abrufbar unter: <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/the-committee-on-foreign-investment-in-the-united-states-cfius/cfius-overview>.

27 Seibt/Koldehofe, 842.

bereich des CFIUS-Verfahrens erheblich ausgeweitet.[28] Zugleich hat CFIUS seine Aktivitäten zur Identifizierung bislang nicht gemeldeter Transaktionen deutlich verstärkt und verfolgt seither einen wesentlich proaktiveren Prüfungsansatz. Vor diesem Hintergrund gilt: Im Zweifel ist eine freiwillige Anmeldung regelmässig der sicherere Weg. Erst im November 2024 hat das US-Finanzministerium zudem eine weitere Ausdehnung der Befugnisse von CFIUS, insbesondere durch erweiterte Ermittlungs- und Sanktionsmöglichkeiten sowie eine verstärkte Überwachung von Immobilientransaktionen vorgenommen.[29] Von besonderer Tragweite ist darüber hinaus die geplante Einführung einer neuen Outbound-Investitionskontrolle der Vereinigten Staaten («*reverse CFIUS*»), die Auslandsinvestitionen mit China-Bezug in strategischen Zukunftstechnologien wie Halbleiter- und Mikroelektronik, Quanteninformationstechnologie sowie Künstliche Intelligenz erfassen soll.[30] Diese Regelung kann auch Auswirkungen auf deutsche Unternehmen haben, sofern sie von US-amerikanischen oder chinesischen Investoren kontrolliert werden. Es ist zudem davon auszugehen, dass der Kreis der von der neuen Regulierung erfassten Schlüsseltechnologien künftig noch erweitert wird.[31]

3. China

In Ländern wie China ging die Marktöffnung schon immer mit dem Schutz lokaler Unternehmen und der Förderung staatlicher Konzerne einher. Ausländer durften nur in bestimmte, abschliessend benannte Sektoren investieren, und in vielen Bereichen nur bis zu bestimmten Höchstgrenzen (z.B. Banken bis 25%, Versicherungen unter 50%, Automobilbau bis 50%). Im Tech- und IT-Bereich sind keine signifikanten Investitionen möglich oder allenfalls über Umgehungsstrukturen wie sogenannte Variable Interest Entities (VIE), auf denen auch die US-Börsennotierungen grosser chinesischer Tech-Konzerne wie Alibaba oder Tencent beruhen.

Zudem hatte China für ausländische Investoren ein eigenes Investitions- und Gesellschaftsrecht etabliert, das u.a. vorgab, wie bei verschiedenen Beteiligungshöhen die Corporate Governance der Unternehmen ausgestaltet zu sein hatte. Joint-Venture-Verträge durften ausschliesslich chinesischem Recht un-

---

28 Vgl. Seibt, Formular. J. IV. 2. Anm. 1.

29 Vgl. Pressemitteilungen des U.S. Department of Treasury vom 1. November 2024 und 18. November 2024, abrufbar unter: <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2708> und <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2716>.

30 Vgl. Pressemitteilung U.S. Department of Treasury vom 28. Oktober 2024, abrufbar unter: <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy2687>.

31 Vgl. hierzu insgesamt: Seibt/Koldehofe, 850.

terstehen, allerdings war Schiedsgerichtsbarkeit im Ausland als Streitschlichtungsmechanismus zulässig.

China hat in den letzten fünf bis zehn Jahren viele – aber bei weitem nicht alle – Investitionsbeschränkungen abgeschafft oder gelockert, vor allem im Automobilbereich (nicht aber bei Tech oder Online-Content).

Mit dem Inkrafttreten des *Foreign Investment Law* (FIL) zum 1. Januar 2020 hat die Volksrepublik China ihr bis dahin geltendes, komplexes «Fall-zu-Fall-Genehmigungssystem» durch ein einheitliches und deutlich vereinfachtes Regelwerk ersetzt, welches die zuvor auf mehrere Gesetze verteilten Regelungen zusammenführt.[32] Flankiert wird das FIL durch die zugehörige *Implementing Regulation*. Seither geniessen ausländische Investoren (mit Ausnahme bestimmter Branchen, die auf einer sogenannten Negativliste geführt sind) erstmals denselben rechtlichen Status wie inländische Investoren (*national treatment*).[33]

Die Negativliste benennt Sektoren, in denen ausländische Investitionen entweder untersagt (*Prohibited Sectors*) oder beschränkt (*Restricted Sectors*) sind. Beschränkungen betreffen typischerweise Beteiligungshöhen oder die zulässige Investitionsstruktur. Die aktuell gültige Fassung der Negativliste vom November 2024 enthält noch insgesamt 28 Investitionsverbote bzw. -beschränkungen, verteilt auf elf Industriesektoren.[34] Die Anzahl der aufgeführten Sektoren ist hierbei seit 2020 rückläufig.

Auch das Verwaltungsverfahren für ausländische Investitionen wurde in den vergangenen Jahren sukzessive vereinfacht: War zunächst stets eine formelle Genehmigung des Handelsministeriums (*Ministry of Commerce*, MOFCOM) erforderlich, wandelte sich diese Pflicht schrittweise zunächst in ein Registrierungs-, später in ein reines Informationsmeldeverfahren. Gleichwohl bleibt in sensiblen Bereichen, etwa der Rüstungsindustrie, sicherheitsrelevanten Sektoren mit Bedeutung für die nationale Verteidigung, wichtigen Agrar-, Energie-, Rohstoff- oder Transportindustrien, weiterhin eine gesonderte nationale Sicherheitsprüfung durch die zuständige Behörde erforderlich (*national security review*).[35]

---

32 Vgl. Wiendieck/Stark, 729.

33 Vgl. auch Wiendieck/Stark, 684.

34 Die aktuelle Negativliste ist abrufbar unter: <https://invest.beijing.gov.cn/english/Choose/Policies/202410/t20241024_3927463.html>.

35 Vgl. hierzu ausführlich: *National Security Review in China: Overview*, abrufbar unter: <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/w-004-6604?comp=pluk&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)>.

III. Auswirkungen auf M&A

Die graduelle Verschärfung der FDI-Kontrollen in einer Vielzahl von Ländern sowie die Einführung von FSR haben bereits vor dem von Trump II entfachten Zoll- und Handelskrieg zu einer Politisierung von M&A-Prozessen geführt. Insbesondere chinesische Bieter, die zwischen ca. 2010 und 2019 in keinem bedeutenden M&A-Prozess fehlen durften und oftmals bereit waren, im Zweifel auch etwas zu «überzahlen», um ein gewünschtes Asset zu gewinnen, zogen sich mehr und mehr zurück, auch weil sie die «Message verstanden hatten». Das bedeutet aber nicht, dass chinesische Erwerber den europäischen M&A-Markt ganz verlassen hätten.

Vielmehr gibt es nach wie vor strategische Investitionen durch Erwerber aus China, siehe etwa den Erwerb der Heizungssparte der Arbonia AG hier in der Schweiz, der Anfang dieses Jahres vollzogen wurde. Da es sich um ein Geschäft mit europaweit verteilten Produktionsstätten handelte, war die Transaktion sowohl kartell- als auch FDI-rechtlich in einer Reihe von Ländern anzumelden. Auch viele andere chinesische Investitionen wurden in den letzten Jahren geprüft und freigegeben.

Untersagt werden allerdings in der Regel chinesische Akquisitionen im Halbleiterbereich. So wurde im Fall Wacker Siltronic zwar keine Untersagung ausgesprochen; da es sich um eine öffentliche Übernahme handelte, reichte es vielmehr, dass das deutsche Bundeswirtschaftsministerium als FDI-Regulator die Genehmigung solange hinauszögerte, bis das Longstop Date überschritten war. Bei einer Public M&A-Transaktion liess sich dies naturgemäss nicht verlängern. Bei dem Bieter handelte es sich um ein taiwanesisches Unternehmen; Taiwan wird trotz seiner demokratischen Regierung für Zwecke der Investitionskontrolle in der EU und den USA inzwischen so behandelt, als sei es Teil der Volksrepublik China. Der geplante Erwerb von Elmos Semiconductor durch einen chinesischen Erwerber in Deutschland wurde schlicht untersagt. In anderen Industrien gab es aber Freigaben, so z.B. bei Midea/Arbonia, Geely/Volocopter oder der Verkauf des Merck-Pigmentgeschäfts nach China.

Umstritten und letztlich nur mit niedrigerer Beteiligungshöhe genehmigt als ursprünglich avisiert (24,99% statt 49%) war der Einstieg von COSCO in einen Terminal des Hamburger Hafenbetreibers HHLA.

In den USA hingegen sind jedwede Transaktionen für chinesische Erwerber praktisch unmöglich geworden. Bei hinreichender Vorbereitung gelingen aber globale Transaktionen mit US-Bezug; so wurde z.B. der Erwerb der Merck-Pigmentsparte von CFIUS freigegeben.

Die FDI-Kontrolle wirkt aber keinesfalls nur chinesischen Erwerben entgegen oder zielt auf diese. Vielmehr führt aufgrund der üblichen Private-Equity-Strukturen, der häufigen Beteiligung von Staatsfonds aus Kanada, Asien und dem Mittleren Osten inzwischen praktisch jeder Erwerb von Finanzinvestoren zu FDI-Anmeldepflichten, und zwar typischerweise in einer Reihe von Ländern, zumal FDI in Europa nicht vollständig vereinheitlicht, sondern nur teilharmonisiert ist.

Die Verfahren dauern oft sehr lange, insbesondere z.B. dann, wenn in einem der Staaten, in denen Anmeldungen vorgenommen werden, Kundenbeziehungen im Rüstungsbereich bestehen. Dies führt in diversen Ländern zur Einbeziehung des Verteidigungsministeriums in das Freigabeverfahren.

Dennoch sind Investitionen auch in den Rüstungssektor keineswegs ausgeschlossen, auch nicht seitens Private Equity, solange der Investor aus einem befreundeten Staat kommt und eine Durchleuchtung der Fondsstruktur erlaubt. So hatte 2017 mit Hensoldt ein US-amerikanischer Finanzinvestor die Kontrolle über ein deutsches Rüstungsunternehmen übernommen. Die deutsche Bundesregierung behielt jedoch einen «Golden Share», der im Exit 2021 dazu führte, dass der deutsche Staat im Rahmen des Börsengangs 25,1% an Hensoldt erwarb.

In Frankreich hingegen wurde einem US-Käufer untersagt, Photonis zu erwerben, ein Startup im Bereich Nachtsichttechnologie. Die Transaktion wurde zunächst mit strengen Auflagen versehen, einschliesslich einer Staatsbeteiligung von 10% mit Vetorechten sowie einem «Security Committee», und letztlich dennoch von der französischen Regierung untersagt.

Ausserhalb des Rüstungssektors untersagte Frankreich auch den Verkauf der Supermarkt-Kette Carrefour nach Kanada aus Gesichtspunkten der strategischen Versorgung mit Lebensmitteln.

Letzthin haben Fälle für Furore gesorgt, in denen europäische Regierungen Jahre nach dem Erwerb chinesische Käufer quasi enteignet oder teilenteignet haben. So im Fall Pirelli, wo der italienische Staat mit Golden Shares verbundene Rechte nutzte, um den chinesischen Hauptaktionär Sinochem aus dem Aktionariat zu drängen. Hintergrund war die Entwicklung sogenannter «smart tyres», die über spezielle Sensoren in der Lage sind, Daten über die Fahrer zu sammeln.

Besonders kontrovers ist der Fall Nexperia, ein niederländischer Halbleiterhersteller, der bereits 2017 an ein chinesisches Konsortium verkauft und später an den aktuellen chinesischen Eigentümer weitergereicht wurde. Letzterer geriet auf eine US-Exportkontrolliste, was wiederum die niederländische Re-

gierung veranlasste, in Ausübung von gesetzlichen Notstandrechten zum Erhalt kritischer Güter (Goods Availability Act) die Corporate Governance der niederländischen Muttergesellschaft in unabhängige Hände zu legen.[36] Der chinesische Eigentümer und die chinesische Regierung drohten daraufhin mit Ausfuhrbeschränkungen von Nexperia Chips (die für verschiedene Sektoren, v.a. die Automobilindustrie kritisch sind).[37] Hintergrund ist, dass die Chips zwar in Europa designed und teilweise auch hergestellt werden, in China jedoch ihr Finish und ihre Verpackung erhalten. Der Ausgang dieses Falls dürfte nicht nur wichtige Erkenntnisse für FDI-Regulatoren im Hinblick auf Erwerber aus China bieten, sondern auch den globalen Handelskonflikt mit definieren.

All dies hat unter anderem dazu geführt, dass Longstop Dates für SPAs zunehmend schwer berechenbar sind. Die meisten FDI-Regime sehen zwar Zeitpläne vor und teilweise auch eine Freigabefiktion, sofern die Behörde nicht innerhalb eines bestimmten Zeitraums eine Untersagung ausspricht.[38] Doch häufig wird die Vollständigkeit des Antrags erst bestätigt, wenn alle von der Behörde nachgeforderten Unterlagen eingereicht und auch wesentliche Fragen bereits beantwortet sind.

Ähnliches gilt für FSR, wo die 25-tägige Prüffrist – wie in der Fusionskontrolle – erst mit Vorliegen einer vollständigen Notifizierung beginnt. Da hier besonders umfangreiche Informationen zu jedweden Subventionen, vergünstigten Krediten, Zinssätzen etc. vorzulegen sind, kann die Verfahrensdauer bei Erstanmeldern, die erstmals ein FSR-Verfahren durchlaufen, schnell bei 6-7 Monaten liegen. Noch weniger vorhersehbar wird der Zeitplan in Fällen, in denen die Kommission von ihrem Call-in Recht Gebrauch macht, obgleich keine formale Anmeldepflicht besteht.

Zu Untersagungen kommt es bei FDI und FSR dennoch selten, bei FSR bislang in keinem Fall, zu verhaltensbedingten Auflagen allerdings häufiger.

Man darf deshalb die Frage stellen: Rechtfertigen diese wenigen Fälle den bürokratischen Aufwand und vor allem die Verzögerungen, die damit für den Vollzug der Transaktion einhergehen – oder liessen sich FDI und FSR zielgerichteter ausgestalten, etwa durch ein generelles Call-in Recht der Behörde statt einer Anmeldepflicht?

Denn die wirklich problematischen Fälle sind meist von Anfang an als solche erkennbar. Aus diplomatischer Rücksichtnahme scheuen sich Gesetzgeber aber bislang, neben kritischen Infrastrukturen, Industrien etc. auch problema-

---

36 Inagaki et al.
37 McMorrow/Bounds.
38 Vgl. etwa § 61 Aussenwirtschaftsverordnung Deutschland.

tische Herkunftsstaaten zu definieren. In M&A-Prozessen hingegen wird seitens staatlich kontrollierter Verkäufer für diese Zwecke häufig auf den sogenannten «Democracy Index» des *Economist* verwiesen.[39]

IV. Handelskrieg und Zölle: eine neue Dimension der politischen M&A-Kontrolle?

Über dieses vielschichtig regulierte Tableau legt sich als weiterer politischer Dämmfaktor die Zollpolitik der Trump II-Administration. Hierbei handelt es sich um Abwehrzölle ausserhalb des Regelwerks der WTO,[40] die ihrerseits Gegenmassnahmen verschiedener betroffener Staaten ausgelöst und damit einen globalen Handelskrieg entfacht haben.[41] Inzwischen ist es der US-Administration bekanntlich gelungen, mit einer Reihe wichtiger Handelspartner, darunter auch die EU und die Schweiz, aber (noch) nicht China oder Indien, «Deals» zu vereinbaren, in denen die wechselseitig geltenden Zollsätze festgeschrieben sind. Diese Deals beruhen in der Regel auf einseitigen Festsetzungen seitens der US-Administration im Gegenzug gegen einen zum Teil vollständigen Abbau von Zöllen auf der Gegenseite.

Im Unterschied zu den bisher umrissenen regulatorischen Tools, die jeweils gezielt der Regulierung von M&A dienen, ist dies bei Zöllen nicht so. Zölle bezwecken vielmehr einen Schutzraum für heimische Produktion, eine Verteuerung politisch unerwünschter Importe und natürlich auch einen fiskalischen Effekt. In der Trump-Administration gibt es den Traum, trotz extrem hoher Staatsverschuldung im Inland Steuern senken zu können, wenn man nur den eigenen Haushalt sehr viel stärker durch Aussensteuern, also Zölle, finanziert. Dazu kommt: die Hoffnung, dass andere Länder verstärkt US-Produkte importieren, um ihre Handelsüberschüsse gegenüber den USA abzubauen – was in einer kapitalistisch organisierten Wirtschaft staatlicherseits natürlich ebenso schwer durchzusetzen ist wie das Versprechen, verstärkte Direktinvestitionen in den USA vorzunehmen. Immerhin hat die EU, ebenso wie andere Staaten, ihre Zölle gegenüber den USA nahezu abgeschafft, ungeachtet der drastisch erhöhten US-Einfuhrzölle.

Natürlich geht jeweils nur eines, entweder ein Produkt zu importieren und darauf Zoll zu erheben, oder es heimisch zu produzieren. Dennoch sind die nur für die ersten Monate der Trump-Zölle kolportierten Zahlen beeindruckend:

---

39 Abrufbar unter: <https://www.eiu.com/n/campaigns/democracy-index-2024/>.

40 Herrmann/Weigand, 246 ff.; Kockrow, 1244 ff. Näher zu den US-Rechtsgrundlagen Glöckle, 633 ff.

41 Herrmann/Müller-Ibold, 611.

man spricht von USD 47 Mrd. zusätzlichen Zolleinnahmen allein im zweiten Quartal 2025, als die sogenannten reziproken Zölle noch gar nicht vollumfänglich in Kraft getreten waren.[42]

Anders als FDI, FSR und Kartellrecht, die allesamt ein sogenanntes Verbot des *Gun jumping* vorsehen, also des Vollzugs der Transaktion vor Erhalt der jeweiligen Freigabe oder des Fristablaufs,[43] stellen Zölle auch nicht *per se* eine regulatorische Hürde auf dem Weg zum Closing dar.

Allerdings können die Parteien, wie zu zeigen sein wird, im SPA vereinbaren, dass die Abwesenheit wesentlicher negativer Auswirkungen von Zöllen auf den Geschäftsbetrieb der Zielgesellschaft Vollzugsvoraussetzung ist bzw. der Käufer andernfalls zum Rücktritt berechtigt ist.

Zölle wirken sich indes indirekt auf M&A aus:

- Erosion von Vertrauen und Rückgang von M&A-Volumina
- Verlagerung von M&A in andere Geographien und Sektoren
- Unsicherheit bei der Preisfindung
- Neue Bereiche der Due Diligence
- Neuartige SPA-Klauseln

Ein Blick auf diese Auswirkungen im Einzelnen:

1. Rückgang von M&A-Aktivität

Im April 2025 soll die globale M&A-Aktivität gegenüber dem Monat März um USD 500 Mrd. zurückgegangen sein. Dies mag ein «Schreckeffekt» und eine überzogene Reaktion auf die Ankündigung der US-Regierung am sog. «Liberation Day» gewesen sein. Aber die Verunsicherung der Märkte hat unmittelbar auch auf den M&A-Markt durchgeschlagen.

Inzwischen soll der Markt allerdings wieder angezogen und in den Monaten Mai und Juni 2025 sogar über Vorjahresniveau gelegen haben.[44] Zugleich hat ein prominenter Schweizer Finanzinvestor angedeutet, dass seine Investoren aus Asien und dem Mittleren Osten, vor allem Staatsfonds, auf Reduktion von US-Exposure dringen. Die Dinge liegen also vielschichtig.[45]

Bemerkenswert ist, dass die Zollthematik zu Zurückhaltung primär bei Mid- und Small-Cap Transaktionen führt als bei grossen Milliardendeals. Der Hin-

42 Foster et al.
43 Vgl. etwa § 15 Aussenwirtschaftsgesetz Deutschland.
44 Smolka.
45 Heal/Ruehl.

tergrund ist hier offenbar, dass der Markt grossen Unternehmen eher zutraut, ihre Liefer- und nötigenfalls auch Produktionsketten so umzustellen, dass negative Zolleffekte vermieden oder reduziert werden.

2. Defensives M&A/Verlagerung

Einige Konzerne haben begonnen, Unternehmensbereiche, die in besonderem Masse von Zöllen betroffen sein könnten, zu veräussern oder in andere Weltgegenden zu verlagern – von Ländern mit hohen US-Zöllen in solche, die weniger im Fokus der US-Administration stehen.

Dieses Bemühen kann aber mit anderen geostrategischen Überlegungen kollidieren. So haben viele Multinationals das China De-Risking im Wege der Verlagerung von Produktion in andere asiatische Länder, insbesondere Vietnam und Indonesien, betrieben. Dies führte aber zu einem erhöhten Handelsüberschuss Vietnams mit den USA, die daraufhin im Rahmen der «reziproken Zölle» einen besonders hohen Zollsatz für Vietnam verkündet haben.

3. Herausforderungen für die Bewertung

Ein negativ verändertes Zollumfeld kann in unterschiedlicher Weise die Bewertung von Unternehmen beeinflussen. Zölle können zu erhöhten Kosten bei den Unternehmen selbst führen, soweit es sich bei den US-Importeuren um Konzerngesellschaften handelt, insbesondere bei Vorprodukten. Sofern die Importeure Dritte sind, werden sie versuchen, dem Exporteur einen Teil der Kosten zu überwälzen, was sich in einer entsprechend reduzierten Marge widerspiegelt. Schliesslich können Produkte auf dem US-Markt schlicht unkompetitiv werden und Absätze einbrechen.

Diese schwer einzuordnenden Effekte haben zu dem bereits erwähnten Einbruch der globalen M&A-Aktivität im Frühjahr massgeblich beigetragen. Seither hat sich das Umfeld wie beschrieben wieder stabilisiert. Dennoch bleiben Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe, dem Maschinenbau, der Automobilzulieferindustrie etc. mit komplexen Lieferketten und hohem Absatz oder Produktion in den USA nach wie vor schwer verkäuflich – im Gegensatz zu Tech, Healthcare und anderen Industrien, die entweder von Zöllen weniger betroffen sind oder strukturell weniger US-Exposure aufweisen.

4. Due Diligence

Aus Bewertungssicht spiegeln sich all diese Effekte spätestens im EBITDA der Zielunternehmen wider. Da es sich jedenfalls im aktuellen Umfeld um mögliche zukünftige Auswirkungen auf das EBITDA handelt, die sich in den bisherigen Abschlüssen in der Regel noch nicht widerspiegeln, stellen sich besondere Herausforderungen an die Financial, Business und Tax Due Diligence.

Die Financial Due Diligence müsste in enger Verknüpfung mit der Business Due Diligence vorausschauend Zölle und ihre potentiellen Auswirkungen in den Blick nehmen. In Ermangelung von Abschlüssen, die diese Effekte bereits reflektieren, wird die Financial Due Diligence in einem ersten Schritt analysieren müssen, wo in den Liefer- und Absatzketten sich Zolleffekte auswirken, und wird diese sodann in den Management Accounts und im Accounting System insgesamt aufspüren müssen.

Die Zuverlässigkeit dieser Form von Due Diligence dürfte dennoch anfänglich beschränkt sein und erst dann eine gewisse Festigkeit gewinnen, wenn sich die Effekte auch in mindestens einem Accounting-Zyklus widergespiegelt haben.

Neben der Financial und der Business Due Diligence sind auch im Rahmen der Legal Due Diligence zollspezifische Besonderheiten zu berücksichtigen. So sollte das Produktportfolio der Zielgesellschaft einer vertieften Prüfung unterzogen werden. Dabei geht es nicht nur um die Frage, ob die Produkte selbst einer Zollbelastung unterliegen, sondern auch um eine Analyse des gesamten vor- und nachgelagerten Kontexts der Lieferkette. Dies betrifft etwa die Herkunft der eingesetzten Rohstoffe und Komponenten sowie die Verfügbarkeit von Ausweichmöglichkeiten, falls die jeweilige Bezugsregion künftig von neuen Zöllen betroffen sein sollte. Auch Lieferantenverträge sind in diesem Zusammenhang zu prüfen – insbesondere im Hinblick darauf, wer die finanziellen Folgen zollbedingter Kostensteigerungen trägt.

Besondere Aufmerksamkeit ist zudem geboten, wenn die Produkte der Zielgesellschaft selbst nicht mit Zöllen belegt sind, denn eine Belastung kann gleichwohl auf Nachfrageseite entstehen. Werden beispielsweise Zölle auf nachgelagerte Märkte erhoben, kann dies zu einem Dominoeffekt auf die Nachfrage nach vorgelagerten Rohstoffen führen. Solche indirekten Auswirkungen werden in der Praxis häufig übersehen, können jedoch erhebliche Auswirkungen auf die Wachstumsprognosen haben.

Dies wirft die Frage auf, inwieweit die Parteien in einem M&A-Prozess diese Unsicherheiten durch spezifisch zugeschnittene vertragliche Regelungen überbrücken können, um die Transaktion dennoch zu ermöglichen.

V. SPA-Regelungen

Die Mechanik eines typischen Unternehmenskaufvertrags bietet eine Reihe von Anknüpfungspunkten für die Verteilung von Risiken, die sich aus zukünftig erhöhten Zöllen ergeben:

1. MAE

Material Adverse Effect- oder Material Adverse Change-Klauseln (MAE bzw. MAC) zielen darauf ab, bei wesentlicher Verschlechterung der geschäftlichen Entwicklung der Zielgesellschaft zwischen Signing des Unternehmenskaufs und Closing – oder auch einem späteren Zeitpunkt – bestimmte Rechtsfolgen zu erzeugen. Bei dem klassischen MAE zwischen Signing und Closing steht dem Käufer typischerweise ein Rücktrittsrecht zu, sofern in diesem Zeitraum ein Material Adverse Effect eingetreten ist und bei Closing auch noch andauert.[46]

Alternativ kann eine MAE-Klausel auch mit einem Preisanpassungsrecht des Käufers verknüpft werden.[47]

In der Praxis ist dabei jedoch zu berücksichtigen, dass die Rechtsfolge des Rücktritts nur selten tatsächlich zur Anwendung kommt. Häufig dient die MAE-Klausel dem Käufer vielmehr als Verhandlungsinstrument, um den Kaufpreis nachträglich anzupassen, als dass sie zur vollständigen Abstandnahme vom Vertrag genutzt wird.[48]

MAE-Klauseln dienen primär dem Schutz des Käufers. Im Idealfall wird ein verhandlungsstarker Verkäufer deren Aufnahme in den Vertrag vollständig ablehnen können, um so die unbedingte Durchführung der Transaktion sicherzustellen. Muss eine MAE-Klausel hingegen akzeptiert werden, werden Verkäufer üblicherweise versuchen, den Umfang dessen, was einen MAE darstellt, zu begrenzen, um eine unnötige Auslösung der Klausel zu vermeiden und das

46 Koffka/Mackensen, 71.
47 Kind/Stanek, 1491.
48 Meyer-Sparenberg, Rz. 36.

Risiko von nachteiligen Ereignissen auszuschliessen, die nicht spezifisch für das Zielunternehmen sind oder ausserhalb der Kontrolle des Verkäufers liegen. Von besonderer Bedeutung ist dabei eine möglichst präzise Formulierung der Klausel.

In der Praxis wird regelmässig zwischen unternehmensspezifischen (*Business* MAE) und marktbezogenen (*Market* MAE) Ereignissen unterschieden. Verkäufer werden dabei in aller Regel darauf hinwirken, dass letztere nicht als MAE qualifiziert werden, da es sich hierbei typischerweise um Faktoren handelt, die ausserhalb ihres Einflussbereichs liegen und von ihnen in der Regel auch nicht verlässlich vorhersehbar sind. Bisweilen ist zu beobachten, dass Verkäufer versuchen, Ausschlüsse für zollbedingte Auswirkungen aus den MAE-Definitionen auszuhandeln, wodurch sie das Risiko negativer Auswirkungen aufgrund von Zöllen effektiv auf die Käufer verlagern.[49]

Käufer hingegen sind in Vertragsverhandlungen regelmässig an weit gefassten und allgemein formulierten MAE-Klauseln interessiert, die idealerweise auch sämtliche Veränderungen in den relevanten Märkten der Zielgesellschaft sowie allgemeine wirtschaftliche und konjunkturelle Entwicklungen erfassen. Zudem sind sie bestrebt, die in den MAE-Definitionen vorgesehenen Ausschlüsse möglichst eng zu halten. Dies erleichtert es ihnen in der Folge, das Vorliegen eines MAE zu begründen. In Zeiten unsicherer Handels- und Zollpolitik der Trump II-Administration dürfte der käuferseitige Wunsch nach MAE-Klauseln, die – eigentlich untypischerweise – auch makroökonomische Faktoren wie Importzölle erfassen, an Bedeutung gewinnen. Ob sich eine derart erweiterte MAE-Definition in den Vertragsverhandlungen tatsächlich durchsetzen lässt, wird freilich massgeblich von der jeweiligen «Leverage» des Käufers abhängen. Vor dem Hintergrund dieses Interessengegensatzes zwischen Käufer und Verkäufer könnte gegebenenfalls ein Mittelweg gefunden werden, etwa durch die Vereinbarung einer differenzierten Ausgestaltung der MAE-Klausel in Bezug auf Zölle. So wäre beispielsweise denkbar, festzulegen, dass ein MAE dann eintritt, wenn Zölle auf bestimmte Waren, Verträge oder in bestimmten Gerichtsbarkeiten ein bestimmtes Niveau überschreiten.

Ein möglicher Anknüpfungspunkt hierfür könnte auch die Wesentlichkeitsschwelle eines MAE sein. Der Eintritt eines MAE setzt nämlich voraus, dass die Veränderung der wirtschaftlichen Verhältnisse «*material*» ist, das heisst eine gewisse Erheblichkeit erreicht. Dieses Merkmal stellt als unbestimmter Rechtsbegriff naturgemäss einen Auslegungstatbestand dar.[50] Um im Unternehmenskaufvertrag von vornherein grösstmögliche Klarheit zu schaffen,

---

49 Wolf/Coirin/Broitman.

50 Meyer-Sparenberg, Rz. 52.

kann es zweckmässig sein, die Wesentlichkeit durch Festlegung eines konkreten Schwellenwerts zu quantifizieren. In der Vertragspraxis haben sich hierfür insbesondere die Ertragskennzahlen EBIT und EBITDA etabliert.[51] Zweifelhaft erscheint allerdings, ob – und gegebenenfalls in welchem Umfang – zollbedingte Veränderungen von EBIT oder EBITDA in einer zum Vollzugsstichtag aufgestellten Bilanz bereits aussagekräftig abgebildet werden können. Nicht selten dürfte eine belastbare Einschätzung der tatsächlichen Effekte auf diese Kennzahlen vielmehr erst nach Abschluss eines oder sogar zweier weiterer Audit Cycles möglich sein.

2. Interim Covenants

Als Interim Covenants (auch *Business Covenants*) bezeichnet man Klauseln in Unternehmenskaufverträgen, die Regelungen zur Führung der Geschäfte der Zielgesellschaft in der Zeit zwischen Signing und Closing enthalten.[52] Sie werden typischerweise im Interesse des Käufers aufgenommen, der sicherstellen möchte, dass die Zielgesellschaft während dieser Übergangsphase im Rahmen des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs (*ordinary course of business*) fortgeführt wird und keine wesentlichen Änderungen an ihrem Geschäft oder ihren Geschäftspraktiken vornimmt. Dies gilt insbesondere bei Kaufverträgen mit einem rückwirkenden Stichtag (*Locked Box*-Verfahren), da der Käufer in diesem Fall das wirtschaftliche Risiko bereits ab diesem Stichtag trägt.[53] Nicht unüblich ist in diesem Zusammenhang die Verknüpfung mit umfangreichen Katalogen von Zustimmungsvorbehalten für einzelne aussergewöhnliche oder besonders bedeutsame Massnahmen und Geschäftsvorfälle.[54]

Mit zunehmender Komplexität regulatorischer Anforderungen verlängert sich der Zeitraum zwischen Signing und Closing stetig. Während sich wesentliche Entscheidungen für einen kurzen Zeitraum meist noch aufschieben lassen, wird dies umso schwieriger, je länger der «Schwebezustand» andauert. Für die Bewertung unternehmensrelevanter Vorgänge ist der Käufer indes auf Informationen angewiesen. Deren Austausch zwischen Käufer und Verkäufer wird üblicherweise ebenfalls vertraglich im Unternehmenskaufvertrag geregelt.[55]

Im Kontext potenzieller Zollauswirkungen kann es für den Käufer von besonderem Interesse sein, auch hinsichtlich der jeweiligen Zoll-Exposure der Zielgesellschaft fortlaufend informiert zu werden – etwa um später unter Umstän-

51 Meyer-Sparenberg, Rz. 53.
52 Meyer-Sparenberg, Rz. 73.
53 Bergjan/Engelhardt, Rz. 819.
54 Grub, Rz. 204.
55 Link/von Brevern, 1352.

den einen MAE geltend machen zu können. Für die Zielgesellschaft bedeutet dies allerdings einen zusätzlichen Aufwand, da die eigene Zoll-Exposure kontinuierlich überwacht werden müsste. Dies dürfte dazu führen, dass Verkäufer und Zielgesellschaft einer Ausweitung entsprechender Informationspflichten eher reserviert gegenüberstehen. Denkbar ist zudem, bereits in der Übergangsphase Verpflichtungen zur Reduzierung der Zoll-Exposure der Zielgesellschaft zu vereinbaren.

In beiden Fällen sind jedoch mögliche kartellrechtliche Implikationen zu beachten. So kann insbesondere der Austausch sensibler Informationen zwischen Käufer und Verkäufer bzw. Zielgesellschaft im Hinblick auf das fusionskontrollrechtliche Vollzugsverbot problematisch sein – insbesondere dann, wenn Käufer und Verkäufer zugleich Wettbewerber sind. Dem lässt sich jedoch beispielsweise durch die Einschaltung klar definierter *Clean Teams* Rechnung tragen.[56]

3. Preisanpassungsklauseln

Aufgrund des kompetitiven M&A-Umfelds einerseits und den Bedürfnissen insbesondere von Finanzinvestoren nach einem *Clean Exit* andererseits, hatte in den letzten ca. 20 Jahren der sogenannte *Locked Box*-Mechanismus (obwohl es sich hierbei um ein sehr verkäuferfreundliches Verfahren handelt) die klassische Kaufpreisanpassung auf der Grundlage von *Closing Accounts* weitgehend verdrängt. Bei *Closing Accounts* erfolgt in der Regel eine Abgrenzung der Nettoverschuldung des Zielunternehmens sowie des *Working Capital* auf Grundlage einer Neuberechnung auf Basis einer zum Vollzugsstichtag erstellten Bilanz der Zielgesellschaft. Der Unternehmenskaufvertrag weist in diesem Fall – anders als beim *Locked Box*-Ansatz – lediglich einen vorläufigen Kaufpreis als Eigenkapitalwert (*Preliminary Equity Value*) aus.[57] Vereinzelt werden auch sogenannte Formelkaufpreise vereinbart, bei denen der endgültige Kaufpreis anhand bestimmter Kennziffern (etwa EBIT) nach einer festgelegten Formel berechnet wird.[58]

Der Zweck solcher Kaufpreisanpassungsklauseln liegt primär darin, Schwankungen im Barbestand, bei den Verbindlichkeiten sowie im sogenannten *Working Capital* – also dem Saldo aus Vorräten zuzüglich Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, abzüglich Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie abzüglich erhaltener Anzahlungen – abzubilden. Das Risiko

---

56 Link/von Brevern, 1352.
57 Bergjan/Engelhardt, Rz. 826.
58 Ziegenhain, Rz. 14.

hingegen, dass sich der Unternehmenswert und damit die Grundlage der Kaufpreisberechnung – etwa infolge einer erratischen US-Zollpolitik – zwischen Signing und Closing verändert, bleibt unberührt.[59] Zwar sind grundsätzlich auch Preisanpassungsklauseln denkbar, die eine Neubewertung des Unternehmens zum Vollzugsstichtag anhand bestimmter Parameter vorsehen. Ob ein solches Modell jedoch im Hinblick auf die Zollthematik als effektives Gestaltungsinstrument Eingang in die Vertragspraxis finden wird, erscheint zweifelhaft. Wie bereits angedeutet, führen – zumal schwer prognostizierbare – Zollerhebungen zu nur schwer einzuordnenden Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung, was die Praktikabilität entsprechender Klauseln in Frage stellt.

Zudem ist zu erwarten, dass derartige Klauseln zu einem erhöhten Verhandlungsbedarf hinsichtlich einzelner Posten in den Abschlussbilanzen führen werden. Auch wenn das System der *Closing Accounts* – anders als das *Locked Box*-Verfahren – grundsätzlich geeignet ist, die Bewertung der Finanzlage der Zielgesellschaft zeitnäher zum Vollzugsstichtag vorzunehmen, bleibt diese dennoch in weiten Teilen historisch geprägt. Hinzu kommt, dass Käufer ihre interne Preislogik in aller Regel nur sehr ungern offenlegen, während Verkäufer bestrebt sind zu verhindern, dass ausserhalb ihres Einflussbereichs liegende Parameter – wie etwa die Zollpolitik eines Staates – Auswirkungen auf die Kaufpreisbestimmung erlangen. Es bleibt daher abzuwarten, ob sich derartige Regelungen in der Vertragspraxis tatsächlich durchsetzen werden.

4. Earn-outs

Earn-outs beschreiben Kaufpreisbestandteile, die erst nach Closing fällig werden und deren Fälligkeit an den künftigen Erfolg des Zielunternehmens geknüpft ist. Aus Sicht von Käufern sind sie ein beliebtes Instrument, Unsicherheiten bei der Kaufpreisfindung – die regelmässig aus einer bestehenden Informationsasymmetrie resultieren – in die Zukunft zu verschieben.[60] Der Verkäufer verfügt typischerweise über einen deutlich besseren Einblick in die Unternehmensdaten und damit über eine fundiertere Einschätzung der künftigen Geschäftsentwicklung, während der Käufer diesen Informationsvorsprung im Rahmen der Due Diligence in der Regel nur teilweise ausgleichen kann.[61]

---

59 Link/von Brevern, 1352.
60 Werner, 1622 ff.
61 Ziegenhain, Rz. 54.

Ein häufiger und naheliegender Anknüpfungspunkt ist die Erreichung von Kennzahlen aus dem Business Plan der Zielgesellschaft, vor allem EBIT oder EBITDA. Damit werden die in Verkaufsprozessen notorisch «euphemistischen» Business Pläne, insbesondere das in die Zukunft gerichtete «Adjusted EBITDA» quasi einem Realitätscheck unterworfen. In der jüngeren Vertragspraxis findet sich, insbesondere bei Transaktionen mit Finanzinvestoren auf der Käuferseite, zudem eine alternative Earn-out-Struktur, die ausschliesslich auf den Veräusserungserlös abstellt, den der Finanzinvestor beim späteren Verkauf der Zielgesellschaft erzielt.[62]

Earn-outs sind aber auch inherent streitanfällig und bedürfen letztlich einer erneuten Stichtagsbilanz bzw. eines Review-Mechanismus auf die ordentlichen Abschlüsse der Zielgesellschaft. Letztlich stellen sich hier also ähnliche Fragen wie bei der Erstellung und Überprüfung von *Closing Accounts*.

Die eigentliche Frage im Rahmen der Trump II-Zölle ist, wie man deren Effekte – oder besser: den Nichteintritt übermässiger Effekte – am effizientesten und aussagekräftigsten ermittelt. Der einfachste Weg wäre eine ganz simple EBITDA-Überprüfung dergestalt, dass der Earn-out nur dann gezahlt wird, wenn ein bestimmtes Mindest-EBITDA erzielt wird, und damit im Umkehrschluss der EBITDA-Effekt als Auswirkung von Zöllen begrenzt ist. Der Verkäufer wird dagegen womöglich ins Feld führen, dass dies einen *True-up* des gesamten EBITDA impliziert, statt spezifisch die Effekte von Zöllen herauszufiltern. Mit anderen Worten: selbst wenn der Effekt der Zölle begrenzt ist, das EBITDA-Ziel aber aus anderen Gründen verfehlt wird, würde der Earn-out nicht fällig. Der Käufer hätte sich im Ergebnis unter dem «Deckmantel» der Zollthematik eine EBITDA-Anpassung «erschlichen».

Dieses Argument lässt sich indes letztlich in beide Richtungen wenden. Denn umgekehrt gäbe dies dem Verkäufer die Möglichkeit, signifikante Zoll-Auswirkungen durch andere, gegenläufige Effekte in der Geschäftsentwicklung zu kompensieren. Hat der Verkäufer einigermassen Verhandlungsmacht, wird er vermutlich durchsetzen, Zoll-Effekte zu identifizieren, die allein massgeblich wären für ein etwaiges Verfehlen der Earn-out-Ziele, aber zugleich sich das Recht einer Kompensation durch andere Effekte einräumen lassen.

Damit aber stellt sich die Frage, wie sich Zolleffekte in der Gewinn- und Verlustrechnung ermitteln und isolieren lassen. Am einfachsten schiene es, die unmittelbaren Aufwendungen für Zölle, also von der Zielgesellschaft bzw. der Gruppe gezahlten Aussensteuern zu ermitteln. Dies würde allerdings nicht Kunden und konzernfremde Importeure in den USA in den Blick nehmen. Es

---

62 Koffka/Mackensen, 68.

bedarf mithin im ersten Schritt einer Analyse, wo im Konzern Zölle sich auswirken und auf welche Weise. Dazu können, wie bereits ausgeführt, auch Margeneffekte zählen, wenn beispielsweise. einem US-Importeur Produkte künftig zu einem niedrigeren Preis verkauft werden, um Zollerhöhungen (partiell) zu kompensieren, oder auf Preiserhöhungen verzichtet wird. Sofern derartige Effekte in einem Earn-out überhaupt Berücksichtigung finden sollen, wird der Verkäufer auf eine Risikoteilung bestehen, da er selbst nicht mehr auf die Unternehmenspolitik im Hinblick auf Zölle Einfluss nehmen kann und daher den Käufer nicht vollumfänglich von Preisreduzierungen o.ä. wird freistellen wollen.

Diese potentiellen Auswirkungen müssten zudem in einem ersten Schritt analysiert und sodann ein Mechanismus gefunden werden, sie im Accounting System nachzuhalten, um diese sodann in entsprechende Stichtagsabrechnungen für Zwecke der Earn-out Ermittlung einfliessen zu lassen.

Die damit einhergehende Komplexität und Streitanfälligkeit legt nahe, dass die Parteien eines Unternehmenskaufs einfachere, im Zweifel auch pauschalere Mechanismen zur Berechnung eines Earn-outs suchen werden.

5. Gewährleistungen und Freistellungen

Gewährleistungen (in Form selbständiger Garantien) in Unternehmenskaufverträgen sichern in der Regel Risiken aus der Vergangenheit ab, d.h. potentiell schadensauslösende Umstände die bis spätestens zum Signing eingetreten sind. Typischerweise betreffen sie Beschaffenheitsmerkmale, deren Fehlen in der konkreten Verhandlungssituation nur als abstraktes Risiko einer Wertminderung gilt, ohne dass konkrete Anhaltspunkte für eine tatsächliche Realisierung bestehen (etwa aus der Due Diligence). Bestehen hingegen konkrete Hinweise oder gesicherte Erkenntnisse für eine bereits eingetretene Risikorealisation, werden die entsprechenden Sachverhalte regelmässig offengelegt und in sogenannten *Disclosure Schedules* vom Anwendungsbereich der jeweiligen Garantie ausgenommen.[63] Somit sind Gewährleistungen in der aktuellen Phase, in der die Auswirkungen erhöhter US-Zölle sich noch nicht in Abschlüssen widerspiegeln, strukturell nicht geeignet, Zollrisiken abzusichern.

Teilweise sehen Gewährleistungen einen sogenannten *Closing Bring Down* vor, d.h. sie werden mit Wirkung zum Closing nochmals wiederholt und decken damit auch den Zeitraum zwischen Signing und Closing ab. Um das Risiko einer unverschuldeten Garantieverletzung zu minimieren, wird dieser *Closing*

[63] Bergjan/Engelhardt, Rz. 881.

Bringdown in der Regel von einer sogenannten *Bringdown Disclosure* des Verkäufers begleitet. Dadurch erhält der Verkäufer Recht, bis zum Closing eingetretene Umstände offenzulegen, die einen Gewährleistungsverstoss begründen könnten.[64] Diese Disclosure wirkt dann für den Verkäufer – und in der Praxis bedeutsamer: den W&I-Versicherer – enthaftend. Aufgrund der so offengelegten Umstände darf mithin ein Anspruch nicht geltend gemacht werden.[65] Im Hinblick auf die von Käuferseite häufig angestrebte Absicherung von Garantien und Freistellungen durch einen W&I-Versicherer ist generell zu beachten, dass geopolitische oder vergleichbare Risiken im Regelfall vom Deckungsumfang der Policen ausgenommen sind. Ebenso finden sich nicht selten Ausschlüsse für Schäden, die erst aufgrund von Rechtsänderungen (*Changes in Law*) entstehen.[66] Darunter könnte auch eine erratische Zollpolitik fallen.

Es müsste also eine spezifische Freistellung vereinbart werden, aufgrund derer etwaige «Schäden», also erhöhte Kosten, reduzierte Margen etc., vom Verkäufer zu erstatten wären. Dies stösst in der Sache auf ähnliche Schwierigkeiten wie die Preisanpassung, weil diese Kosten und Auswirkungen zunächst aufgrund einer zwischen den Parteien zu vereinbarenden Methodologie ermittelt werden müssten. Zudem bedürfte es eines erweiterten Schadensbegriffs, denn entgangener Gewinn und reduzierte Margen sind üblicherweise hiervon nicht mit umfasst.

Insgesamt erscheinen also die Preisanpassung und der Earn-out als geeignetere Instrumente des Risikoausgleichs zwischen Verkäufer und Käufer im Hinblick auf künftige Auswirkungen von Zöllen als Gewährleistungen oder Freistellungen.

6. Rollovers

Rollovers bezeichnen M&A-Strukturen, in denen der Verkäufer – oder bei mehreren Verkäufern ggfs. auch nur einige davon – einen Teil ihres Kaufpreiserlöses reinvestieren. Sie verkaufen also nicht lediglich einen Teil, sondern tatsächlich ihre gesamte Beteiligung, um sich sodann in einem zweiten Schritt in der Akquisitionsstruktur des Käufers rückzubeteiligen.[67] Dies bedeutet, dass sie strukturell an den Chancen und Risiken der Akquisitionsfinanzierung des Käufers partizipieren.

---

64 Giessen/Luettges, 647 ff.
65 Grub, Rz. 240.
66 Büsken, MüKo VVG, Rz. 242.
67 Ellrott, 606.

Rollovers sind vor allem bei Finanzinvestoren beliebt, da sie eine Struktur begründen, in denen der Verkäufer weiterhin mit «*Skin in the game*» beteiligt bleibt und eine gewisse Mitverantwortung für die weitere Geschäftsentwicklung nach Closing trägt. Rollovers können somit als weiteres Instrument der Risikoverteilung zwischen Käufer und Verkäufer begriffen werden.[68] Zudem soll durch den Einstig über die Akquisitionsstruktur ein Interessengleichlauf (*Alignment*) im Hinblick auf den späteren *Exit* hergestellt werden, da beim Verkauf oder IPO dieselben wirtschaftlichen *Returns* erzielt würden.

Bei strategischen Erwerbern sind derartige Minderheitspositionen aufgrund der gewünschten 100%-Zielstrukturen hingegen in der Regel unerwünscht.

Damit befindet sich der Verkäufer im Hinblick auf Preisanpassungen, Earnouts, aber auch Freistellungen und Gewährleistungen in einer Zwittersituation: in seiner Rolle als Verkäufer unter dem SPA wirken diese bei Eintritt (bzw. bei Ausbleiben eines Earn-out) nachteilig, als direkter oder indirekter Mitgesellschafter am Käufervehikel jedoch profitiert er hiervon.

Da es sich bei einem Rollover in aller Regel um eine Minderheitsposition handelt, überragen natürlich noch immer die Verkäuferinteressen, aber strukturell stehen sich Verkäufer und Käufer in einem Verhältnis gegenüber – bei entsprechender Governance auch als Mitgesellschafter im Käufervehikel – welches eine Diskussion über diese schwierigen und oft auch emotionalen Themen erleichtert. Zudem ist der Verkäufer zumindest als Mitgesellschafter noch am Unternehmen beteiligt, wenn sich die Diskussion darüber, ob die Zielgrössen für einen Earn-out oder eine Preisanpassung erreicht sind, konkretisiert.

7. Joint Ventures

Bei einem Equity Joint Venture beteiligt sich der Investor am Zielunternehmen mit einer Minderheits-, 50%- oder auch einer Mehrheitsbeteiligung. Der Verkäufer behält den Rest der Anteile, beteiligt sich also nicht unmittelbar an der Akquisitionsstruktur des Käufers und würde bei einem späteren Gesamtverkauf oder IPO andere wirtschaftliche *Returns* erzielen. Dies geht in der Regel mit weitergehenden Rechten im Hinblick auf das Ob und den Zeitpunkt eines Exits einher.

Der Unterschied zum Rollover liegt daher auch nicht nur in der Struktur, sondern typischerweise auch in der Höhe der Beteiligung. In einem Joint Venture wird diese eher von massgeblicher Höhe sein (meist über 10%, oft bis 50% oder

[68] von Braunschweig, 716; von. Beauvais/Hellich, Rz. 50.

darüber hinaus), bei einem Rollover häufig deutlich niedriger (in der Regel unter 10%).

Wie Mathias Wolf in seiner letztjährigen Präsentation in diesem Forum herausgearbeitet hat, können Joint Ventures gerade in einem von Unsicherheit geprägten M&A-Umfeld, in dem Preisvorstellungen stark divergieren, eine gute Lösung sein, um die Chancen und Risiken eines Unternehmens für einen gewissen Zeitraum zu teilen – einschliesslich Risiken, die aus der künftigen Entwicklung von Zöllen herrühren.

Auch in einem Joint Venture sind Preisanpassungen nicht unüblich, wie Mathias Wolf im Einzelnen herausgearbeitet hatte. Allerdings fehlt es anders als im Rollover an einem teilweisen strukturellen Alignment, so dass Preisanpassungen und Earn-outs – bzw. deren Nichterreichung – den Verkäufer 1:1 treffen. Als massgeblicher Mitgesellschafter auch nach Closing hat der Verkäufer aber die Möglichkeit, die weitere Unternehmenspolitik mit zu beeinflussen, einschliesslich der Strategie im Umgang mit Zöllen.

VI. Ausblick

M&A ist in den letzten 15 Jahren zunehmend in den Fokus der Handels- und Wirtschaftspolitik von Regierungen weltweit geraten. Galten globale Investitionen und Unternehmenskäufe einst als Ausweis freien Welthandels und einer friedlichen Entwicklung durch immer enger verzahnte Volkswirtschaften, steht heute der Aspekt der potentiellen Bedrohung von Sicherheitsinteressen durch Investitionen aus nicht-befreundeten Staaten im Vordergrund.

Zu diesem Zweck haben die grossen Wirtschaftsmächte und die wesentlich an globalem M&A beteiligten Staaten sowie die EU neben dem Kartellrecht Instrumente der Investitionskontrolle geschaffen, die darauf zielen, kritische Infrastrukturen, kritische Technologien und Rohstoffe, den Gesundheitsbereich und natürlich nationale Sicherheitsinteressen zu schützen. Die EU hat zudem mit dem FSR ein Instrument eingeführt, das Marktverzerrungen entgegenwirken soll, indem es Erwerbern, die in ihrem Heimatland von Subventionen profitieren, typischerweise in Form verbilligter Kredite von staatlichen Banken, den Marktzugang in der EU erschwert – gleichsam eine präventive Zugangskontrolle, die allerdings bislang nur im Bereich von M&A sowie bei grossen Vergabeverfahren wirkt, Greenfield-Investments hingegen (noch) nicht erfasst.

Diese Instrumente sind strukturell wie die Fusionskontrolle ausgestaltet, d.h. der Erwerber (in seltenen Fällen auch der Veräusserer) muss eine Anmeldung vornehmen, auf deren Grundlage innerhalb bestimmter Fristen eine Prüfung

stattfindet. Die Transaktion darf regelmässig erst vollzogen werden, nachdem eine Freigabe erteilt wurde oder aufgrund Fristablaufs als erteilt gilt.

Zölle hingegen wirken anders auf M&A ein: sie betreffen unmittelbar den Geschäftsbetrieb und die Unternehmenspolitik des Zielunternehmens und stellen ein Risiko für die künftige Profitabilität dar, indem sie zusätzliche Kosten verursachen, deren Akzeptanz seitens Importeuren und Kunden erst noch erprobt werden muss.

Zölle treffen zudem Unternehmen in sehr unterschiedlicher Weise: betroffen ist vor allem das produzierende Gewerbe mit starkem Exportanteil. Digitale Unternehmen, Software, Tech und ähnliche Geschäftsmodelle sind naturgemäss weniger betroffen, weshalb die EU als Kompensation eine Digitalsteuer erwägt; bislang wurde sie aus Sorge vor einer Neuauflage des gerade erst halbwegs beigelegten Handelskonflikts mit den USA jedoch nicht eingeführt.

Es gibt immerhin eine gute Nachricht: Die globalen M&A-Märkte scheinen den amerikanischen Liberation Day vom 2. April 2025 mit der Ankündigung umfangreicher Zollpakete inzwischen weitgehend abgeschüttelt zu haben; M&A-Volumina sind nahezu auf dem Niveau der Vorjahre angelangt.

Zugleich bleibt der Markt weiterhin von Unsicherheiten geprägt, vor allem bei der Preisfindung und damit der richtigen Evaluierung der künftigen Geschäftsentwicklung von Unternehmen.

Die Thematik, und die Fragen, wie die Parteien eines Unternehmenskaufs mit ihr umgehen, wird uns also erhalten bleiben.

Literaturverzeichnis

Barbist Johannes/Kröll Regina, Die Kontrolle ausländischer Direktinvestitionen in Österreich, EuZW 2021, 354 ff.

von Beauvais Ernst-Albrecht/Hellich Peter, § 19, in: Jesch Thomas/Striegel Andreas/Boxberger Lutz (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. Aufl., 2020.

Bergjan Ralf/Engelhardt Timo, in: Holzapfel Hans-Joachim/Pöllath Reinhard (Hrsg.), Unternehmenskauf in Recht und Praxis, 16. Aufl., 2021.

v. Braunschweig Philipp, Vendor Loan, Rückbeteiligung und Earn-Out als aktuelle Finanzierungsalternativen bei Buy-Outs, DB 2010, 713 ff.

Burkhard Philipp, Räte wollen ausländische Firmenübernahmen strenger kontrollieren, SRF vom 24. September 2025, <https://www.srf.ch/news/schweiz/lex-china-raete-wollen-auslaendische-firmenuebernahmen-strenger-kontrollieren>.

Ellrott Jochen, 604 ff., in: Eilers Stephan et al. (Hrsg.), Private Equity, 3. Aufl., 2022.

Foster Peter et al., Donald Trump reaps $50bn tariff haul as world 'chickens out', Financial Times vom 16. Juli 2025, <https://www.ft.com/content/82e32f7c-47e2-4e96-bb53-a58377e18aa9>.

Giessen Philipp/Luettges Matthias, Die Bring Down Disclosure in Unternehmenskaufverträgen, BB 2018, 647 ff.

Glöckle Caroline, Section 232 – Rechtsgrundlage einer protektionistisch ausgerichteten Handelspolitik der USA, RIW 2019, 633 ff.

Grub Maximilian, § 19, in: Hamann Hartmut/Sigle Axel/Grub Maximilian, Gesellschaftsrecht (Hrsg.), Finanzierung und Unternehmensnachfolge. Gestaltung, Finanzierung, Internationalisierung, Mergers & Acquisitions und Nachfolge, 3. Aufl., 2022, Rz. 204.

Heal Alexandra/Ruehl Mercedes, Asian and Middle Eastern investors avoiding US, says private market giant, Financial Times vom 2. September 2025, <https://www.ft.com/content/cdc46563-d04d-45e2-bfab-e0a85287456b>.

Herrmann Christoph/Weigand Laurenz, Trumps Zölle und europäische Gegenmassnahmen im Lichte des Welthandelsrechts, ZASA 2025, 246 ff.

Herrmann Christoph/Müller-Ibold Till, Die Entwicklung des europäischen Aussenwirtschaftsrechts 2022-2025, EuZW 2025, 606 ff.

Inagaki Kana et al., Nexperia faces 'existential threat' after Dutch seizure, Chinese owner warns, Financial Times vom 28. Oktober 2025, <https://www.ft.com/content/fb37b510-8039-4a84-88be-98a74cbbc8c8>.

Kindt Anne/Stanek Dennis, MAC-Klauseln in der Krise, BB 2010, 1490 ff.

Kockrow Madeleine, Zur aktuellen US-amerikanischen Zoll-, Handels- und Steuerpolitik, DB 2025, 1244 ff.

Koffka Matthias/Mackensen Marcus, 56 ff., in: Eilers Stephan et al. (Hrsg.), Private Equity, 3. Aufl., 2022.

Büsken Rainer, Kapitel 34, Allgemeine Haftpflichtversicherung, in: Langheid Theo/Wandt Manfred (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Versicherungsvertragsgesetz – Band 4, 3. Aufl., 2025.

Link Sandra/von Brevern Daniel, Die globalen Entwicklungen im Investitionskontrollrecht und ihr Einfluss auf die Gestaltung von M&A-Transaktionen, BB 2025, 1347 ff.

McMorrow Ryan/Bounds Andy, Nexperia's China unit says staff can ignore orders from Dutch headquarters, Financial Times vom 20. Oktober 2025, <https://www.ft.com/content/20a41258-48ff-4d18-bf04-e45c8238229e>.

Meyer-Sparenberg Wolfgang, § 46, in: Meyer-Sparenberg Wolfgang (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, 2. Aufl., 2022, Rz. 36.

Röhling Frank/Salascheck Reinhard Uwe, § 55, in: Röhling Frank/Stein Roland M. (Hrsg.), Recht der Investitionskontrolle, 1. Aufl., 2024, Rz. 23.

Schöchli Hansueli, «Lex China»: Ständeräte wollen die geplante Investitionskontrolle des Bundes auf staatsnahe Auslandsinvestoren beschränken, NZZ vom 29. August 2025, <https://www.nzz.ch/wirtschaft/lex-china-staenderaete-wollen-die-geplante-inves-

titionskontrolle-des-bundes-auf-staatsnahe-auslandsinvestoren-beschraenken-ld.1900105> (zit. Schöchli, «Lex China»).

Schöchli Hansueli, Ständerat ist klar für staatliche Investitionskontrolle – diese soll auch greifen, wenn die UBS übernommen wird, NZZ vom 24. September 2025, <https://www.nzz.ch/wirtschaft/staenderat-ist-klar-fuer-staatliche-investitionskontrolle-diese-soll-auch-die-ubs-erfassen-ld.1903902> (zit. Schöchli, Investitionskontrolle).

Seibt Christoph, Formular J. IV. 2. Anm. 1, in: Seibt Christoph (Hrsg.), Beck'sches Formularbuch Mergers & Acquisitions, 4. Aufl., 2025.

Seibt Christoph/Koldehofe Jan-Wilhelm, CFIUS-Investitionskontrollverfahren unter FIRRMA 2018 und deutsche M&A-Praxis, AG 2024, 837 ff.

Smolka Klaus Max, Fusionsmarkt lässt Zollstreik und Geopolitik abperlen, FAZ vom 18. Juni 2025, <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/fusionsmarkt-laesst-zollstreit-und-geopolitik-abperlen-110542587.html>.

Werner Rüdiger, Earn-Out-Klauseln – Kaufpreisanpassung beim Unternehmenskauf, DStR 2012, 1662 ff.

Wiendieck Sebastian/Stark Peter: Länderreport VR China, RIW 2024, 728 ff.

Wolf B. Peter/Coirin Stephanie/Broitmen McKaela, Navigating M&A Transactions Amidst Trump's Tariffs: Five Legal Issues to Consider, Harvard Law School Forum on Corporate Governance vom 13. Mai 2025, <https://corpgov.law.harvard.edu/2025/05/13/navigating-ma-transactions-amidst-trumps-tariffs-five-legal-issues-to-consider/>.

Ziegenhein Hans-Jörg, § 16, in: Meyer-Sparenberg Wolfgang (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, 2. Aufl., 2022, Rz. 14.

Relationship Agreements – Umgang mit Grossaktionären

Urs Kägi, Ann-Kathrin Bühler

Inhalt

I. Einleitung 42

II. Gegenstand und Ausgangslage 43
1. Definition und Rechtsnatur 43
a) Definition 43
b) Zweck und Funktion 44
c) Rechtsnatur 45
2. Abgrenzung zum Aktionärbindungsvertrag 45
a) Zweck 45
b) Beteiligte Parteien 45
c) Anwendungsbereich 46
d) Rechtliche Bindungswirkung 46
3. Praktische Relevanz von Relationship Agreements in der Schweiz 47

III. Rechtliche Rahmenbedingungen 48
1. Vertragsfreiheit mit gewissen rechtlichen Schranken 48
a) Grundsatz der Vertragsfreiheit 48
b) Beurteilung durch den Verwaltungsrat 48
c) Vereinbarkeit mit dem Gebot der relativen Gleichbehandlung 49
d) Generelle aktienrechtliche Schranken 50
2. Kapitalmarktrechtliche Schranken 51
a) Ad-hoc Publizität 51
b) Offenlegungspflicht 52
c) Angebotspflicht 54
3. Wettbewerbsrechtliche Schranken 56

IV. Typische Inhalte von Relationship Agreements 57
1. Abreden betreffend den Verwaltungsrat 57
a) Nominierungsrecht des Grossaktionärs 57
b) Unterstützung (oder Nicht-Einmischung) durch den Grossaktionär in Bezug auf weitere Verwaltungsratsmitglieder 59
c) Zur Zulässigkeit einer Stimmbindung des Grossaktionärs insbesondere 60
2. Abreden betreffend «*Information Sharing*» und Geheimhaltung 61
a) Inhalt 61
b) Rechtliche Schranken 62
aa) Geschäftsgeheimnis 62
bb) Grundsatz der informationellen Gleichbehandlung 63

cc) Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität 63
aaa) Aufsichtsrechtliches Insiderhandelsverbot 64
bbb) Strafrechtliches Insiderhandelsverbot 65
ccc) Ad-hoc-Pflicht 65
dd) Schlussfolgerungen für die Vertragsgestaltung in der Praxis 66
3. Abreden zwecks Stabilisierung der Beteiligung des Aktionärs 67
a) Generelle rechtliche Überlegungen 67
b) Lock-up-Vereinbarungen 68
c) Stillhaltevereinbarungen 68
d) Sonstige Abreden 69
4. Dauer 70
V. Zusammenfassung und Fazit 71
Literaturverzeichnis 71

I. Einleitung

Die Beziehungen zwischen *börsenkotierten Gesellschaften* und ihren *Grossaktionären* sind in der Kapitalmarktpraxis von zentraler Bedeutung. Angesichts der zunehmenden *Internationalisierung* von Transaktionen und der wachsenden *Komplexität* regulatorischer Vorgaben stehen Unternehmen und bedeutende Aktionäre vor der Herausforderung, ihre jeweiligen Interessen rechtssicher und zugleich flexibel zu koordinieren. Das Aktienrecht selbst bietet hier nur einen sehr eingeschränkten Spielraum, da den Aktionären in den Statuten abgesehen von der Liberierungspflicht keine Pflichten auferlegt werden können (Art. 680 Abs. 2 OR).

In diesem Spannungsfeld haben sich sogenannte *Relationship Agreements* als praxisrelevantes Instrument etabliert, um die Beziehung zwischen Gesellschaft und Grossaktionär vertraglich zu gestalten. Sie ermöglichen individuell ausgestaltete Vereinbarungen, die auf die konkrete Situation zugeschnitten sind und den Interessen der involvierten Parteien – Gesellschaft und Grossaktionär, letztlich aber auch der *Minderheitsaktionäre*, deren Interessen die Gesellschaft regelmässig ebenfalls vertritt – Rechnung tragen. Insbesondere im Kontext von *IPOs*, *Kapitalerhöhungen* oder *M&A-Transaktionen* bieten Relationship Agreements einen pragmatischen und effektiven Ansatz, um die Interessen von Gesellschaft und Grossaktionär vertraglich aufeinander abzustimmen, der besonderen Stellung von Grossaktionären Rechnung zu tragen und potenzielle Konflikte frühzeitig zu vermeiden.

Die Beweggründe für den Abschluss solcher Relationship Agreements sind vielfältig: Während Grossaktionäre häufig auf die *Sicherung ihres Einflusses*

auf die Gesellschaft – etwa durch Nominierungsrechte für den Verwaltungsrat oder privilegierte Informationsrechte – abzielen, steht für die Gesellschaft primär die *Stabilisierung des Aktionariats* und die *Sicherung der Eigenständigkeit*, namentlich mittels unabhängiger Verwaltungsräte, im Vordergrund.

Die rechtliche Einordnung von Relationship Agreements ist komplex: Als *Innominatverträge* unterliegen sie zwar grundsätzlich dem *Grundsatz der Vertragsfreiheit*, müssen jedoch eine Vielzahl zwingender aktien-, kapitalmarkt- und wettbewerbsrechtlicher Schranken beachten. Hinzu kommt, dass es in der Schweiz bislang an einer ausdrücklichen höchstrichterlichen Klärung – namentlich durch das Bundesgericht – fehlt, was insbesondere im Zusammenhang mit Stimmbindungsvereinbarungen und Informationsrechten zu rechtlicher Unsicherheit führt.

Trotz dieser rechtlichen Unsicherheiten zeigt eine empirische Analyse von IPO-Prospekten von Gesellschaften mit Börsengang an die SIX Swiss Exchange der letzten 10 Jahre, dass Relationship Agreements in der Schweizer Kapitalmarktpraxis zunehmend an Bedeutung gewinnen. Konkret dokumentiert eine von uns durchgeführte Auswertung von insgesamt 40 IPO-Prospekten in rund 20% (acht Prospekte) Relationship Agreements oder deren Kernelemente, darunter beispielsweise Galderma Group (2024) und EPIC Suisse AG (2022).[1]

Vor diesem Hintergrund beleuchtet die vorliegende Publikation die rechtlichen Rahmenbedingungen, grenzt Relationship Agreements von klassischen Aktionärbindungsverträgen ab und stellt die typischen Inhalte sowie deren praktische Relevanz dar. Ziel ist es, einen *fundierten Überblick* über Relationship Agreements und deren Anwendung in der Praxis zu vermitteln.

II. Gegenstand und Ausgangslage

1. Definition und Rechtsnatur

a) Definition

Relationship Agreements sind Verträge zwischen einer in der Regel *börsenkotierten Gesellschaft* und mindestens einem *Gross-* oder *Ankeraktionär* der

[1] Vgl. hierzu II.3.

Gesellschaft.[2] Sie regeln die Beziehung zwischen der Gesellschaft und dem Gross-/Ankeraktionär bzw. den Gross-/Ankeraktionären.[3]

b) Zweck und Funktion

Ein Relationship Agreement wird typischerweise dann abgeschlossen, wenn ein Grossaktionär zwar keinen beherrschenden Einfluss auf die Gesellschaft ausübt, jedoch eine *bedeutende Beteiligung* von in der Regel mehr als 10% der betreffenden Gesellschaft hält.[4] In solchen Konstellationen verfolgt der Grossaktionär das Ziel, durch den Abschluss eines Relationship Agreements seinen *Einfluss* auf die Gesellschaft abzusichern, insbesondere durch eine Vertretung im Verwaltungsrat der Gesellschaft. Aus Sicht der Gesellschaft steht dabei primär die *Stabilisierung des Aktionariats* im Vordergrund. Zugleich spielt aus Sicht der Gesellschaft stets auch der Gesichtspunkt der *Limitierung des Einflusses* des Grossaktionärs auf die Gesellschaft bzw. die *Sicherung der Eigenständigkeit*, namentlich mittels unabhängiger Verwaltungsräte, eine zentrale Rolle.[5] Dies ist insbesondere dann von Bedeutung, wenn ein Aktionär angesichts der tatsächlichen Generalversammlungspräsenzen sich relativ leicht eine Mehrheit an einer Generalversammlung verschaffen könnte (oft dann, wenn er sich knapp unterhalb der Kontrollschwelle befindet, ohne dass bereits eine Angebotspflicht gemäss Art. 135 FinfraG ausgelöst würde,[6] sofern eine solche überhaupt besteht).

Der Abschluss von Relationship Agreements zwischen einer Gesellschaft und einem Aktionär, der die betreffende Gesellschaft beherrscht, stellt hingegen eher die *Ausnahme* dar.[7] In solchen Fällen verfolgen beide Parteien das gemeinsame Ziel, nach aussen den Eindruck einer gewissen *Eigenständigkeit* und *Unabhängigkeit* der Gesellschaft gegenüber dem beherrschenden Aktionär zu vermitteln.[8]

---

2 Dubs/Perlini-Frehner, 15; Gerhard/Schwarz, 346; Häusermann, 241. Vgl. auch Hartmann/Singer, 539 und 547, welche solche Vereinbarungen lediglich anders als «Grossaktionärsvereinbarungen» bezeichnen.

3 Der Einfachheit halber wird im Folgenden einheitlich der Begriff «Grossaktionär» bzw. «Aktionär» verwendet. Dieser schliesst, soweit nicht ausdrücklich anders angegeben, auch den Begriff «Ankeraktionär» ein und umfasst stets sowohl einzelne als auch mehrere Grossaktionäre (also den Gross-/Ankeraktionär bzw. die Gross-/Ankeraktionäre).

4 Vgl. Dubs/Perlini-Frehner, 16; Häusermann, 242.

5 Zum Ganzen siehe Häusermann, 242. Vgl. auch Dubs/Perlini-Frehner, 15 f.; Gerhard/Schwarz, 347 und Watter/Dubs, 14.

6 Häusermann, 242. Vgl. auch Hartmann/Singer, 540 und Fn. 5.

7 Häusermann, 242. Vgl. auch Hartmann/Singer, Fn. 5.

8 Vgl. Häusermann, 242.

Relationship Agreements werden typischerweise im Zusammenhang mit *bedeutenden Strukturmassnahmen* abgeschlossen, etwa bei einem Initial Public Offering («IPO»), einer Kapitalerhöhung oder einer M&A-Transaktion.

c) Rechtsnatur

Relationship Agreements sind *Innominatverträge*, für die grundsätzlich der im schweizerischen Obligationenrecht verankerte *Grundsatz der Vertragsfreiheit* gilt.[9] Gleichwohl unterliegen Relationship Agreements bestimmten inhaltlichen Schranken.[10] Diese werden nachfolgend unter III. näher behandelt.

2. Abgrenzung zum Aktionärbindungsvertrag

Relationship Agreements weisen zwar Ähnlichkeiten zu *Aktionärbindungsverträgen* auf, unterscheiden sich von letzteren jedoch in zentralen Aspekten, insbesondere hinsichtlich ihres Zwecks, der beteiligten Parteien, des Anwendungsbereichs sowie der rechtlichen Bindungswirkung.

a) Zweck

Beide Arten von Verträgen dienen regelmässig einer gewissen *Stabilisierung des Aktionariats*. Dies erfolgt aber aus unterschiedlichen Motiven: Der primäre Zweck von Relationship Agreements liegt in der Sicherung der Unabhängigkeit der Gesellschaft gegenüber einem oder mehreren bedeutenden Aktionären sowie in der Vermeidung potenzieller Interessenkonflikte.[11] Demgegenüber dienen Aktionärbindungsverträge der Regelung von Rechten und Pflichten unter den Aktionären, etwa im Hinblick auf die Stimmrechtsausübung, Veräusserungsbeschränkungen oder Mitverkaufsrechte, und oft der gemeinsamen Kontrolle der Gesellschaft durch die Aktionäre.[12]

b) Beteiligte Parteien

Während Aktionärbindungsverträge in der Regel ausschliesslich zwischen Aktionären abgeschlossen werden und die Gesellschaft nur ausnahmsweise – und dann meist nur in untergeordneter Rolle – Vertragspartei ist, stehen bei Relationship Agreements die börsenkotierte Gesellschaft sowie ein oder meh-

---

9 Hartmann/Singer, 550; Häusermann, 242; Watter/Dubs, 17.
10 Häusermann, 242. Vgl. auch Watter/Dubs, 15, 17 f.
11 Vgl. zum Zweck von Relationship Agreements II.1.b) oben.
12 Böckli, Aktionärbindungsverträge, 476 f. Vgl. auch Gerhard/Schwarz, 349.

rere Grossaktionäre als unmittelbare Vertragsparteien im Zentrum.[13] Im Gegensatz zu Aktionärbindungsverträgen nimmt die Gesellschaft bei Relationship Agreements somit nicht nur eine untergeordnete, sondern eine zentrale Rolle als Vertragspartei ein.[14] Bildlich gesprochen handelt es sich bei Aktionärbindungsverträgen somit um *horizontale*, bei Relationship Agreements um *vertikale* Verträge.

c) Anwendungsbereich

Relationship Agreements finden typischerweise im Kontext *börsenkotierter* Gesellschaften mit einem oder mehreren bedeutenden Aktionären Anwendung.[15] Aktionärbindungsverträge sind hingegen vor allem *auch bei nicht-börsenkotierten* Gesellschaften, Start-Ups, Joint Ventures oder Familienunternehmen verbreitet.

d) Rechtliche Bindungswirkung

Als Ausfluss der beteiligten Parteien unterscheiden sich Relationship Agreements und Aktionärbindungsverträge auch hinsichtlich ihrer rechtlichen Bindungswirkung: Während Aktionärbindungsverträge regelmässig ausschliesslich oder zumindest überwiegend *unter und gegenüber Aktionären* rechtlich bindend sind, entfalten Relationship Agreements sowohl *gegenüber der Gesellschaft* als auch *gegenüber dem betreffenden Aktionär* bzw. den *betreffenden Aktionären* rechtliche Bindungswirkung. Dabei ist zu beachten, dass die Fähigkeit der Gesellschaft, sich rechtlich zu binden, durch gesellschaftsrechtliche Vorgaben und Grundsätze beschränkt wird.

Beiden Vertragsformen ist jedoch gemeinsam, dass sie *vertraglicher Rechtsnatur* sind. Sie beschlagen nicht unmittelbar das gesellschaftsrechtliche Verhältnis. Verstösse gegen ihre Bestimmungen können deshalb ggf. Schadenersatzansprüche begründen, führen jedoch nicht zur (gesellschaftsrechtlichen) Unwirksamkeit von durch die Generalversammlung oder den Verwaltungsrat gefassten Beschlüssen.[16]

Darüber hinaus können sowohl Relationship Agreements als auch Aktionärbindungsverträge *kapitalmarktrechtliche* sowie *wettbewerbsrechtliche Folgen* nach sich ziehen. Namentlich kommen Ad-hoc Publizitätspflichten gemäss Art. 53

---

13 Vgl. Gerhard/Schwarz, 348; Häusermann, 243.
14 Vgl. Häusermann, 243.
15 Vgl. Gerhard/Schwarz, 346.
16 Vgl. Gerhard Schwarz, 348.

KR[17], Offenlegungspflichten bei einem Handeln in gemeinsamer Absprache nach Art. 120 FinfraG und im Einzelfall eine Angebotspflicht nach Art. 135 FinfraG in Betracht. Zudem können unter Umständen auch kartellrechtliche Risiken (insbesondere nach Art. 5 KG) sowie fusionskontrollrechtliche Meldepflichten nach Art. 9 KG bestehen.[18]

3. Praktische Relevanz von Relationship Agreements in der Schweiz

Eine von uns durchgeführte empirische Auswertung von IPO-Prospekten der letzten zehn Jahre an der SIX Swiss Exchange zeigte, dass Relationship Agreements bzw. deren Kernelemente (vgl. hierzu sogleich IV. unten) in rund 20% der Fälle dokumentiert werden können. Von insgesamt 40 durchgesehenen IPO-Prospekten enthielten acht Relationship Agreements bzw. Kernelemente von Relationship Agreements. Dabei handelt es sich um die IPOs der Galderma Group (2024), der EPIC Suisse AG (2022), der Ina Invest Holding Ltd (2020), der SIG Combibloc Group AG (2018), der CEVA Logistics AG (2018), der Sensirion Holding AG (2018), der Galenica AG (2017) sowie der VAT Group AG (2016).[19] Hinzu kommt das IPO der SMG (2025), welches ebenfalls ein Relationship Agreement enthielt.[20]

Bei den genannten IPOs wurden insbesondere Governance-Rechte, Nominierungsrechte für den Verwaltungsrat, Informationsrechte, Lock-up- und Standstill-Vereinbarungen sowie Stimmbindungsvereinbarungen vereinbart. In zahlreichen weiteren IPO-Prospekten finden sich zumindest Lock-up- oder Standstill-Klauseln.

Dies unterstreicht die *praktische Relevanz* von Relationship Agreements für die Schweizer Kapitalmarktrechtspraxis.

---

17 Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange vom 6. November 2024 (KR).

18 Vgl. III.2. (Kapitalmarktrechtliche Schranken) und III.3. (Wettbewerbsrechtliche Schranken) für Details und weitergehende Ausführungen.

19 Eigene Studie.

20 Das IPO der SMG fand erst nach Abschluss unserer Auswertung statt (September 2025) und konnte daher in der Auswertung noch nicht berücksichtigt werden.

III. Rechtliche Rahmenbedingungen

1. Vertragsfreiheit mit gewissen rechtlichen Schranken

a) Grundsatz der Vertragsfreiheit

Wie bereits erwähnt, unterliegen Relationship Agreements dem *Grundsatz der Vertragsfreiheit*.[21] Allerdings sind die zwingenden gesetzlichen Schranken gemäss Art. 19 und 20 OR sowie Art. 27 ZGB zu beachten.

Im Kontext von Relationship Agreements betrifft dies insbesondere die aktienrechtlichen Bestimmungen, die bei börsenkotierten Gesellschaften durch börsenrechtliche Vorgaben ergänzt werden, sowie die allgemeinen Grenzen der privatrechtlichen Vertragsautonomie: die öffentliche Ordnung, das Verbot von Verträgen mit objektiv unmöglichem oder widerrechtlichem Inhalt, das Persönlichkeitsrecht – insbesondere der Schutz vor übermässiger Bindung gemäss Art. 27 Abs. 2 ZGB – sowie die guten Sitten.[22]

b) Beurteilung durch den Verwaltungsrat

Der Verwaltungsrat ist aufgrund seiner allgemeinen Sorgfalts- und Treuepflicht nach Art. 717 Abs. 1 OR verpflichtet, vor Abschluss eines Relationship Agreements sorgfältig zu prüfen, ob dessen Abschluss im *Gesellschaftsinteresse* liegt. Dabei hat er eine *gesamtheitliche Betrachtung* vorzunehmen: Das Relationship Agreement ist nicht nur rechtlich zu beurteilen, sondern es sind je nach Kontext auch strategische, operative, finanzielle und kapitalmarktrechtliche Gesichtspunkte bei der Beurteilung zu berücksichtigen.[23] Zudem ist sicherzustellen, dass das Relationship Agreement mit den gesetzlichen und statutarischen Vorgaben im Einklang steht.

Darüber hinaus hat der Verwaltungsrat im Rahmen seiner Sorgfalts- und Treuepflicht nach Art. 717 Abs. 1 OR sicherzustellen, dass die Ausgestaltung und Verhandlung eines Relationship Agreements «lege artis» erfolgt.[24] Der Entscheid des Verwaltungsrats über den Abschluss eines Relationship Agree-

21 Vgl. II.1.c).
22 Hartmann/Singer, 550.
23 Zum Ganzen vgl. Häusermann, 250 f.
24 Häusermann, 250.

ments stellt einen *Geschäftsentscheid* dar, welcher grundsätzlich der *Business Judgment Rule* unterliegt.[25]

c) Vereinbarkeit mit dem Gebot der relativen Gleichbehandlung

Eine weitere zentrale aktienrechtliche Schranke bildet das *Gebot der Gleichbehandlung* der Aktionäre gemäss Art. 717 Abs. 2 OR. Danach sind die Aktionäre einer Gesellschaft unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.[26] Art. 717 Abs. 2 OR verlangt jedoch keine absolute Gleichbehandlung, sondern grundsätzlich nur eine *relative Gleichbehandlung*.[27] Eine Ungleichbehandlung von Aktionären ist demnach nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung und herrschender Lehre zulässig, sofern sie (i) durch einen sachlichen, im Gesellschaftsinteresse liegenden Grund gerechtfertigt ist und (ii) verhältnismässig erfolgt, d.h. sie muss im Hinblick auf den verfolgten Zweck geeignet, erforderlich und angemessen sein.[28]

U.E. hat der Verwaltungsrat die Zulässigkeit eines Relationship Agreements *zweistufig* zu prüfen. Zuerst ist zu prüfen, ob eine mit dem Relationship Agreement verbundene Ungleichbehandlung der Aktionäre gerechtfertigt werden kann, namentlich angesichts der Beteiligung und im Hinblick darauf, ob die eingegangenen Verpflichtungen des Aktionärs eine solche Ungleichbehandlung aufwiegen. In einem zweiten Schritt ist die Verhältnismässigkeit zu prüfen: Das Relationship Agreement muss geeignet und erforderlich sein; zudem darf die verbleibende Beeinträchtigung nicht beteiligter Aktionäre nicht ausser Verhältnis zum durch das Relationship Agreement verfolgten Gesellschaftsinteresse stehen.[29]

Besondere Relevanz gewinnt das Gebot der relativen Gleichbehandlung dann, wenn einem Grossaktionär im Rahmen eines Relationship Agreements *privi-*

---

25 Zur Business Judgement Rule vgl. etwa BGE 139 III 24 E. 3.2 (Leitentscheid); Urteile des BGer 4A_623/2018 vom 31. Juli 2019 E. 3.1 und 4A_642/2016 vom 27. Juni 2017 E. 2.1. Im Kontext von Relationship Agreements: Häusermann, 251.

26 Böckli, § 9 Rz. 732; Olgiati, 79.

27 Vgl. auch Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht, OR, SR 220): «[…] *eine durch den Gesellschaftszweck nicht gerechtfertigte* Ungleichbehandlung oder Benachteiligung der Aktionäre bewirken […]» [Hervorhebung hinzugefügt]); Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 23; Urteil des Bundesgerichts 4C.242/2001 vom 5. März 2003 E. 3.1.

28 Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 23; Böckli, § 9 Rz. 732. Im Kontext von Relationship Agreements: Häusermann, 251.

29 A.A. Häusermann, 251, der die Rechtfertigung der Ungleichbehandlung, soweit ersichtlich, im Wesentlichen mit der Prüfung des Gesellschaftsinteresses nach Art. 717 Abs. 1 OR gleichsetzt.

legierte Informationsrechte eingeräumt werden.[30] Zur informationellen Gleichbehandlung vgl. IV.2.b)bb).

d) Generelle aktienrechtliche Schranken

Des Weiteren sind die *Grundstrukturen der Aktiengesellschaft* zu wahren.[31] Beschlüsse in Missachtung dieser Grundstrukturen sind nichtig (Art. 714 i.V.m. Art. 706b Ziff. 3 OR). So darf insbesondere die Kompetenzordnung zwischen Generalversammlung und Verwaltungsrat (*Paritätsprinzip*) nicht unterlaufen werden.[32] So wäre es beispielsweise unzulässig, im Rahmen eines Relationship Agreements dem Aktionär das Recht einzuräumen, den Veraltungsrat direkt zu bestimmen, da dies gegen die unübertragbare Befugnis der Generalversammlung verstiesse, die Mitglieder des Verwaltungsrates zu wählen.[33] Ebenfalls unzulässig wäre etwa die Verpflichtung der Gesellschaft, Kapitalerhöhungen nur mit Zustimmung des am Relationship Agreement beteiligten Aktionärs durchzuführen. Denn nach Art. 650 Abs. 1, Art. 653 Abs. 1 und Art. 653s OR obliegt der Beschluss über eine Kapitalerhöhung bzw. die Einführung eines Kapitalbands grundsätzlich der Generalversammlung.[34]

Sodann dürfen den Aktionären keine *zwingenden Mitwirkungs- oder Kontrollrechte* entzogen werden. Ein freiwilliger, anlassbezogener Verzicht des Aktionärs auf bestimmte Aktionärsrechte ist dagegen grundsätzlich zulässig.[35] Zulässig sind etwa ein im Rahmen eines zur Streitbeilegung geschlossenen Relationship Agreements vereinbarter Verzicht auf den Antrag auf Sonderuntersuchung oder – im Hinblick auf eine konkret bevorstehende Generalversammlung – auf die Anfechtung eines spezifischen Generalversammlungsbeschlusses.[36]

Der Verwaltungsrat hat schliesslich auch seine aus der Treuepflicht (Art. 717 Abs. 1 OR) fliessenden *Schweige- und Geheimhaltungspflichten* zu beachten. Eine Offenlegung bzw. Entbindung von diesen Pflichten ist – abhängig vom jeweiligen Geheimnisherrn – aber möglich: Bei gesellschaftseigenen Geheimnissen kann der Verwaltungsrat als oberster Geheimnisherr selbst entbinden; betreffen die Informationen hingegen Geheimnisse, zu deren Geheimhaltung die Gesellschaft gegenüber Dritten verpflichtet ist (z.B. lizenziertes Know-how

30 Vgl. Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 30.
31 Watter/Dubs, 15.
32 Vgl. zum Paritätsprinzip auch IV.1.c).
33 Art. 698 Abs. 2 Ziff. 2 OR; Gerhard/Schwarz, 346.
34 Gerhard/Schwarz, 347 f.
35 Gerhard/Schwarz, 346 f.; Häusermann, 249. Vgl. auch Hartmann/Singer, 557 f.
36 Vgl. hierzu IV.3.a). Vgl. auch Gerhard/Schwarz, 347; Häusermann, 249.

oder vertraglich überlassene Bankkundendaten), ist grundsätzlich eine Entbindung durch den jeweiligen Dritten erforderlich.[37] Siehe in diesem Zusammenhang zudem die kapitalmarktrechtlichen Schranken in III.2. unten.[38]

2. Kapitalmarktrechtliche Schranken

Je nach Inhalt und Kontext können Relationship Agreements auch kapitalmarktrechtliche Pflichten begründen.

a) Ad-hoc Publizität

Gesellschaften, die an der SIX Swiss Exchange kotiert sind, unterliegen gemäss Art. 53 KR der SIX Swiss Exchange AG der Pflicht zur unverzüglichen und klaren Kommunikation von *kursrelevanten Tatsachen*, die in ihrem Tätigkeitsbereich eintreten. Der Zweck dieser *Ad-hoc Publizität* liegt darin, alle Marktteilnehmer auf den gleichen Informationsstand zu stellen.[39]

Als *kursrelevant* gelten dabei Tatsachen, die nicht öffentlich bekannt sind und deren Bekanntwerden geeignet ist – aus einer *ex-ante*-Sicht – den Aktienkurs erheblich zu beeinflussen. Eine Kursänderung gilt als erheblich, wenn sie das übliche Mass der Schwankungen deutlich übersteigt.[40] Im Sinne einer Faustregel ist relevant, ob die Tatsache geeignet ist, den Anlageentscheid eines verständigen Marktteilnehmers zu beeinflussen.[41] Die Bekanntgabe der Tatsache durch den Emittenten hat dabei vorbehaltlich eines Bekanntgabeaufschubs nach Art. 54 KR zu erfolgen, sobald dieser von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat.[42]

Ob das Bekanntwerden einer Tatsache geeignet ist, den Kurs erheblich zu beeinflussen, ist von der betreffenden Gesellschaft jeweils im konkreten *Einzelfall* vor der Bekanntgabe zu beurteilen.[43] Entsprechend ist von an der SIX Swiss Exchange kotierten Gesellschaften stets im Einzelfall zu prüfen, ob der Abschluss eines Relationship Agreements als eine kursrelevante Tatsache im

---

37 Vgl. hierzu IV.2. Vgl. auch Olgiati, 78.

38 Theus Simoni/Hauser/Bärtschi, Rz. 42.95.

39 Art. 6 der Richtlinie der SIX Exchange Regulation betr. Ad hoc-Publizität vom 28. Juni 2023 (RLAhP).

40 Art. 53 des Kotierungsreglements vom 6. November 2024 (KR). Vgl. dazu im Einzelnen auch die RLAhP sowie den Leitfaden der SIX Exchange Regulation zur Richtlinie betr. Ad hoc-Publizität vom 1. Oktober 2021 (Leitfaden zur RLAhP).

41 Leitfaden zur RLAhP, Rz. 95 f.; vgl. Art. 53 Abs. 1bis KR (wobei die Bestimmung an sich immer noch kumulativ eine «kursrelevante» Tatsache im Sinne von Art. 53 Abs. 1 KR verlangt).

42 Art. 53 KR.

43 Art. 4 Abs. 2 RLAhP; Leitfaden zur RLAhP, Rz. 26.

Sinne von Art. 53 KR zu qualifizieren ist. Aufgrund ihrer erheblichen Bedeutung für die Gesellschaft dürften Relationship Agreements aber in der Praxis regelmässig eine kursrelevante meldepflichtige Tatsache im Sinne von Art. 53 KR darstellen.[44] Auch wenn der Zusammenhang zum Aktienkurs nicht immer klar sein mag, darf die Gesellschaft sie u.E. jedenfalls als *ad-hoc-relevant* behandeln, da wichtige Governance-Themen regelmässig einen Einfluss auf den Investitionsentscheid eines verständigen Investors haben. Dies gilt erst recht, wenn Relationship Agreements, wie es regelmässig der Fall ist, als integraler Bestandteil einer erheblichen Kapitalmarkt- oder M&A-Transaktion erfolgen. Analoges gilt für die Aufhebung eines Relationship Agreements.

b) Offenlegungspflicht

Beim Abschluss von Relationship Agreements zwischen Grossaktionären und Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz kotiert sind – bzw. bei Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind – ist aus kapitalmarktrechtlicher Sicht sodann stets zu prüfen, ob eine (Gruppen-)*Meldepflicht* gemäss Art. 120 Abs. 1 FinfraG in Verbindung mit Art. 12 FinfraV-FINMA ausgelöst wird. Entscheidend ist hierbei insbesondere, ob das Relationship Agreement als ein *Handeln in gemeinsamer Absprache* zwischen der Gesellschaft und dem betreffenden Aktionär bzw. den betreffenden Aktionären im Sinne von Art. 120 Abs. 1 FinfraG und Art. 12 FinfraV-FINMA zu qualifizieren ist.

Nach Art. 120 Abs. 1 FinfraG muss, «wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien oder Erwerbs- oder Veräusserungsrechte bezüglich Aktien einer Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz kotiert sind, oder einer Gesellschaft mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind, erwirbt oder veräussert und dadurch den Grenzwert von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33⅓, 50 oder 66⅔ Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, erreicht, unter- oder überschreitet […] dies der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Beteiligungspapiere kotiert sind, melden». Nach Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA gilt: «In gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe handelt, wer seine Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten mit Dritten durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren oder von Gesetzes wegen abstimmt.»

---

44 Gl.M. Häusermann, 251.

Ein solches *Handeln in gemeinsamer Absprache* – und damit eine Offenlegungspflicht im Sinne von Art. 120 Abs. 1 FinfraG – liegt vor, wenn das Verhalten mit Dritten im Hinblick auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren oder von Gesetzes wegen *abgestimmt* wird.[45] Entscheidend ist dabei, ob sich die Beteiligten, ausdrücklich oder zumindest konkludent, auf ein *gemeinsames Ziel* ausgerichtet haben und hierfür *gemeinsame Mittel und Kräfte* einsetzen.[46] Erfasst sind insbesondere Erwerbs- oder Veräusserungskonsortien (einfache Gesellschaften) sowie Abreden zur Ausübung von Stimmrechten.[47] Im Rahmen von Relationship Agreements dürfte eine gegenüber der Gesellschaft eingegangene Stimmbindung eines Aktionärs somit grundsätzlich zu einem Handeln in gemeinsamer Absprache führen.[48]

Eine Gruppe im Sinne von Art. 120 Abs. 1 FinfraG ist nach ständiger Praxis der Offenlegungsstelle der SIX (OLS) sowie der FINMA sodann auch im Fall von *parallelen (vertikalen) Lock-up-Vereinbarungen* zwischen Aktionären und einer oder mehreren Drittparteien anzunehmen.[49] Solche parallelen (vertikalen) Lock-up-Vereinbarungen mit Drittparteien entfalten nach Auffassung der OLS eine Wirkung, die dem Abschluss einer direkten Vereinbarung unter Aktionären gleichkommt, da die Verhaltensweise der Aktionäre hinsichtlich der Veräusserung von Beteiligungsrechten abgestimmt werde.[50] Die Übernahmekommission hielt in diesem Kontext in ihrer jüngsten Praxis in Sachen SMG *Swiss Marketplace Group Holding* AG fest, dass eine reine Koordination zwischen Aktionären hinsichtlich zukünftiger Veräusserungen von Aktien als *offenlegungsrechtliche Veräusserungsgruppe* im Sinne von Art. 120 f. FinfraG zu qualifizieren sei, ohne damit zugleich eine kontrollrelevante Beherrschungs-

---

45 Art. 12 der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 3. Dezember 2015 (Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA, FinfraV-FINMA, SR 958.111); Weber/Baisch, Art. 120, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 139 und Weber/Baisch, Art. 121, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 5; Jutzi/Schären, Art. 121, SK, Rz. 8 ff. Im Kontext von Relationship Agreements: Häusermann, 251.

46 Weber/Baisch, Art. 120, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 139; Jutzi/Schären, Art. 121, SK, Rz. 11.

47 Weber/Baisch, Art. 120, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 140 ff.

48 Zu den Ausführungen und zur Zulässigkeit der Stimmbindung siehe IV.1.c). Siehe zudem die Verfügung der Übernahmekommission 703/01 vom 9. August 2018 i.S. CEVA Logistics AG, E. 4 (in Bezug auf Art. 135 Abs. 1 des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel von 19. Juni 2015 [Finanzmarkinfrastrukturgesetz, FinfraG, SR 958.1]); Hartmann/Singer, 554; Häusermann, 251.

49 Empfehlung V-02-20 der OLS: Vorabentscheid im Zusammenhang mit einem Lizenzierungsvertrag, Jahresbericht 2020, 25 f; Mitteilung OLS I-09, 5.

50 Empfehlung V-02-20 der OLS: Vorabentscheid im Zusammenhang mit einem Lizenzierungsvertrag, Jahresbericht 2020, 25.

gruppe im Sinne von Art. 33 FinfraV-FINMA – und damit eine Angebotspflicht gemäss Art. 135 FinfraG – zu begründen.[51]

Für Relationship Agreements ergibt sich daraus Folgendes: Ein allein gegenüber der Gesellschaft eingegangenes, isoliertes Lock-up im Rahmen eines Relationship Agreements dürfte typischerweise noch keine Gruppenbildung im Sinne von Art. 120 Abs. 1 FinfraG auslösen. Offenlegungsrechtlich relevant dürfte es jedoch dann werden, wenn mehrere Aktionäre parallel gleichartige Lock-ups eingehen oder zusätzlich koordinierende Transaktions-/Veräusserungsabreden bestehen.

Bei Stillhaltevereinbarungen (sog. «*Standstill*») wendet die OLS in der Praxis hingegen eine Einzelfallbetrachtung an.[52]

c) Angebotspflicht

Der Abschluss eines Relationship Agreements kann unter Umständen auch zur Entstehung einer *angebotspflichtigen Gruppe* im Sinne von Art. 135 Abs. 1 FinfraG führen. Nach Art. 135 Abs. 1 FinfraG ist ein öffentliches Übernahmeangebot für sämtliche kotierten Beteiligungspapiere einer Zielgesellschaft zu unterbreiten, wenn eine Person – sei es direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten – Beteiligungspapiere einer Gesellschaft erwirbt und dadurch zusammen mit den bereits gehaltenen Papieren an der Gesellschaft den Schwellenwert von 33⅓ % der Stimmrechte der Zielgesellschaft überschreitet, unabhängig davon, ob diese ausübbar sind oder nicht. Die Statuten der Zielgesellschaft können diesen Schwellenwert bis auf 49% der Stimmrechte anheben (sog. «*Opting-up*»).

Damit ein Relationship Agreement eine *angebotspflichtige Gruppe* im Sinne von Art. 135 Abs. 1 FinfraG begründen kann, muss über die Voraussetzungen für eine offenlegungspflichtige Gruppe hinaus gemäss Art. 125 Abs. 1 FinfraG zusätzlich eine *Beherrschungsabsicht* der Beteiligten vorliegen.[53] Eine subjektive Beherrschungsabsicht ist dabei jedoch nicht nachzuweisen. Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung kann eine Beherrschungsabsicht der beteiligten Parteien im Sinne von Art. 135 Abs. 1 FinfraG bereits dann angenommen wer-

---

51 Verfügung der Übernahmekommission 914/01 vom 9. September 2025 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG, E. 2.2.2. Zu den weiteren Ausführungen zur Praxis der Übernahmekommision in Sachen SMG Swiss Marketplace Group Holding AG vgl. III.2.c).

52 Empfehlung V-07-07 der OLS: Gruppenmeldepflicht aufgrund vertraglicher Beschränkungen beim Beteiligungserwerb, Jahresbericht 2008, 34 ff., 36 ff. (noch unter dem alten Recht gemäss BEHG); Empfehlung V-02-20 der OLS: Vorabentscheid im Zusammenhang mit einem Lizenzierungsvertrag, Jahresbericht 2020, 25 f.

53 Art. 33 FinfraV-FINMA.

den «[…] wenn der gemeinsame Erwerb eine solche [Beherrschung] objektiv ermöglicht und aufgrund der Umstände darauf zu schliessen ist, dass eine Beherrschung auch angestrebt wird.»[54]

Wird ein Relationship Agreement somit als ein Handeln in gemeinsamer Absprache *im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft* qualifiziert und führt dieses zur Überschreitung der Schwelle von 33⅓ % der Stimmrechte der Zielgesellschaft, so löst dies eine *Angebotspflicht* gemäss Art. 135 Abs. 1 FinfraG aus. Die Praxis zeigt sich bei der Annahme einer solchen Angebotspflicht jedoch deutlich *zurückhaltender* als bei der Offenlegungspflicht gemäss Art. 120 FinfraG. Insbesondere aufgrund des zusätzlichen Tatbestandselements der Beherrschungsabsicht wird die Angebotspflicht restriktiver ausgelegt.[55] Daher kann eine Gruppe im Zusammenhang mit einem Relationship Agreement nach Art. 120 Abs. 1 FinfraG meldepflichtig sein, ohne dass eine Angebotspflicht nach Art. 135 FinfraG ausgelöst wird, sofern keine gemeinsame Beherrschungsabsicht vorliegt.[56]

Vor diesem Hintergrund gelten parallele, jedoch voneinander getrennte Absprachen im Rahmen der Angebotspflicht gemäss Art. 135 Abs. 1 FinfraG grundsätzlich als zulässig.

Dies bestätigte die jüngste Praxis der Übernahmekommission in Sachen SMG *Swiss Marketplace Group Holding* AG: Das Relationship Agreement sah vor, dass jeder der drei Ankeraktionäre (d.h. jeder Aktionär mit mindestens 10% der SMG Holding-Aktien) einen Vertreter seiner Wahl für den Verwaltungsrat nominieren konnte, sofern dieser die Nominierungskriterien des Nominations- und Vergütungsausschusses der SMG Holding erfüllte. Die SMG Holding verpflichtete sich, diesen Vertreter den Aktionären zur Wahl vorzuschlagen. Im Gegenzug anerkannten die Ankeraktionäre im Relationship Agreement, dass der Verwaltungsrat im Übrigen mehrheitlich aus unabhängigen Mitgliedern bestehen sollte, und verpflichteten sich gegenüber der SMG Holding, ihr Stimm- bzw. Wahlrecht so auszuüben, dass diese Mehrheit während der Laufzeit des Relationship Agreements gewahrt bleibt.[57]

Die Übernahmekommission hielt fest, dass das im Relationship Agreement vorgesehene *Nominierungsrecht* keine dominierende Stellung der Ankeraktionäre begründen könne. Die Koordination der drei Ankeraktionäre hinsichtlich der

---

54 BGE 130 II 530 E. 6.5.7 (noch unter dem alten Recht des BEHG).

55 Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 50 und Rz. 64 m.w.H.

56 Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 64.

57 Verfügung der Übernahmekommission 914/01 vom 9. September 2025 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG, L.

Wahl eines Vertreters in den Verwaltungsrat ermöglichte es den Ankeraktionären nach Ansicht der Übernahmekommission nicht, gemeinsam eine Mehrheit im Verwaltungsrat zu stellen. Darin erblickte die Übernahmekommission folglich keine Beherrschungsgruppe im Sinne von Art. 33 FinfraV-FINMA. Gleiches galt gemäss der Übernahmekommission für die im Rahmen des Relationship Agreements vorgesehene *Stimmbindung* der Ankeraktionäre *in Bezug auf die Wahl mehrheitlich unabhängiger Verwaltungsräte*. Eine Stimmbindung, die sich lediglich auf die Sicherstellung einer unabhängigen Verwaltungsratsmehrheit beschränke, sei nicht kontrollrelevant; *kontrollrelevant* könnte die Stimmbindung nach Ansicht der Übernahmekommission erst dann werden, wenn sie sich auf die Wahl «abhängiger» Verwaltungsräte beschränkte und die Wahl überdies zur Folge hätte, dass der Verwaltungsrat tatsächlich mehrheitlich aus solchen abhängigen Verwaltungsratsmitgliedern bestünde. Beziehe sich eine Koordination bzw. Stimmbindung hingegen lediglich auf die Wahl unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder, ermögliche dies keine Beherrschung. Das Relationship Agreement begründete somit nach Ansicht der Übernahmekommission keine Beherrschungsgruppe im Sinne von Art. 33 FinfraV-FINMA.[58]

3. Wettbewerbsrechtliche Schranken

Relationship Agreements können auch *wettbewerbsrechtliche Risiken* bergen. In diesem Zusammenhang ist insbesondere der Austausch wettbewerbsrelevanter Informationen von Bedeutung. Ein solcher *Informationsaustausch* kann unter Umständen als unzulässige, sanktionierbare Wettbewerbsabrede im Sinne von Art. 5 KG (bzw. Art. 101 AEUV unter EU-Recht) qualifiziert werden.[59] Informationsaustausche wurden in der Vergangenheit von den EU-Wettbewerbsbehörden sowie den schweizerischen Wettbewerbsbehörden wiederholt mit Bussen sanktioniert – insbesondere auch bei gesellschaftsrechtlichen Ver-

---

58 Verfügung der Übernahmekommission 914/01 vom 9. September 2025 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG, E. 2.2.4. Auch das parallel zum Relationship Agreement zwischen den Ankeraktionären abgeschlossene *Sell-Down Coordination Agreement* wurde von der Übernahmekommission als *reine Koordination künftiger Veräusserungen von Aktien* qualifiziert, weshalb nach Auffassung der Übernahmekommission auch diesbezüglich keine Beherrschungsgruppe im Sinne von Art. 33 FinfraV-FINMA und somit auch keine Angebotspflicht gemäss Art. 135 FinfraG vorlag. Die beteiligten Aktionäre bildeten in Bezug auf das Sell-Down Coordination Agreement nach Ansicht der Übernahmekommission insoweit lediglich eine *offenlegungsrechtliche Veräusserungsgruppe* nach Art. 120 f. FinfraG, Verfügung der Übernahmekommission 914/01 vom 9. September 2025 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG, E. 2.2.2; vgl. hierzu bereits III.2.b).

59 Vgl. Olgiati, 91.

flechtungen oder Minderheitsbeteiligungen (z.B. *Delivery Hero und Glovo*).[60] Darüber hinaus bergen auch *Konkurrenz- und Abwerbeverbote* erhebliche wettbewerbsrechtliche Risiken.

Theoretisch denkbar ist sodann, dass Relationship Agreements *fusionskontrollrechtliche Meldepflichten* nach Art. 9 KG auslösen, etwa wenn vertragliche Governance-Rechte eine Kontrollerlangung begründen.[61]

Vor diesem Hintergrund sollten Relationship Agreements stets im *konkreten Einzelfall* sorgfältig auf mögliche wettbewerbsrechtliche Risiken geprüft werden, einschliesslich etwaiger fusionskontrollrechtlicher Meldepflichten.

IV. Typische Inhalte von Relationship Agreements

Typische Inhalte von Relationship Agreements betreffen die Zusammensetzung des Verwaltungsrats, den Informationsaustausch zwischen der Gesellschaft und dem bzw. den Aktionären sowie die Geheimhaltung. Darüber hinaus umfassen sie häufig auch Regelungen zu Veränderungen der Beteiligungsverhältnisse und weiteren Absprachen.

1. Abreden betreffend den Verwaltungsrat

a) Nominierungsrecht des Grossaktionärs

Ein zentrales Element vieler Relationship Agreements ist die Regelung der *Zusammensetzung des Verwaltungsrats*. Häufig verpflichtet sich die Gesellschaft bzw. ihr Verwaltungsrat darin, eine bestimmte Anzahl von Kandidaten, die vom Aktionär vorgeschlagen werden, zur Wahl in den Verwaltungsrat zu nominieren.[62] Die Anzahl der von der Gesellschaft zu nominierenden Verwaltungsratskandidaten richtet sich dabei häufig *gestaffelt* nach der Höhe der Beteiligung des Aktionärs (z.B. ein Sitz ab 10% Beteiligung, zwei Sitze ab 20% Beteiligung, kein Sitz bei unter 10 % Beteiligung).[63]

---

60 EU-Kommission, Pressemitteilung vom 2. Juni 2025, *Kartell für Online-Essenslieferung: 329 Millionen Euro Geldbusse für Delivery Hero und Glovo*, abrufbar unter <https://germany.representation.ec.europa.eu/news/kartell-fur-online-essenslieferung-329-millionen-euro-geldbusse-fur-delivery-hero-und-glovo-2025-06-02_de>, zuletzt abgerufen am 11. Januar 2026.

61 Vgl. Häusermann, 253.

62 Dubs/Perlini-Frehner, 15; Gerhard/Schwarz, 346; Häusermann, 243.

63 Häusermann, 243; Gerhard/Humbel, 270.

Ein solches Nominierungsrecht begründet jedoch gesellschaftsrechtlich kein direktes Vertretungsrecht des Aktionärs; vielmehr handelt es sich um ein *indirektes Nominierungsrecht*: Der Aktionär nominiert die gewünschten Personen gegenüber dem Verwaltungsrat und dieser verpflichtet sich, der Generalversammlung die Wahl der vom Aktionär vorgeschlagenen Personen zu beantragen.[64] Ein direktes Nominierungsrecht wäre unzulässig, da die Wahl der Verwaltungsratsmitglieder eine unübertragbare Kompetenz der Generalversammlung darstellt, welche der Verwaltungsrat vertraglich nicht binden kann.[65] Ein direktes Nominierungsrecht kann in den Statuten gestützt auf Art. 709 Abs. 2 OR verankert werden, wobei auch in diesem Fall die formelle Wahlkompetenz bei der Generalversammlung verbleibt.[66]

Teilweise werden in Relationship Agreements auch *zusätzliche Anforderungen* an die vom Aktionär vorgeschlagenen Verwaltungsratskandidaten vereinbart, wie namentlich hinsichtlich deren Qualifikation und Kompetenz (z.B. Branchen- oder Finanzkenntnisse etc.) sowie deren Reputation. Während typischerweise das Ziel des Nominierungsrechts darin besteht, dass der Aktionär einen Vertreter entsenden kann, wird bisweilen auch vereinbart, dass einzelne vorgeschlagene Verwaltungsratskandidaten gegenüber der Gesellschaft und gegenüber dem Aktionär *unabhängig* sein müssen.[67] Die Gesellschaft hat in diesen Fällen das Recht, die vom Aktionär vorgeschlagenen Verwaltungsratskandidaten abzulehnen, sofern diese die vereinbarten Anforderungen nicht erfüllen.[68]

Ergänzend können Relationship Agreements sodann auch Regelungen zur *Gesamtzahl der Verwaltungsratsmitglieder* enthalten oder gegebenenfalls vorsehen, dass der Verwaltungsrat gegenüber der Generalversammlung darauf verzichtet, eine Vergrösserung des Verwaltungsrats zu beantragen.[69] Dies stellt sicher, dass der Einfluss des Grossaktionärs im Verwaltungsrat nicht verwässert wird. Schliesslich kann auch die *Vertretung* der vom Aktionär vorgeschlagenen Verwaltungsräte *in Ausschüssen* geregelt sowie eine *statutarische Klausel zur Absicherung von Vertretern* des Verwaltungsrats gemäss Art. 709 OR vorgesehen werden.[70] Oft sieht man auch Regelungen, dass bei einem Rücktritt von Vertretern neu nominierte Kandidaten bis zur nächsten Wahl temporär als «Gäste» teilnehmen können, sofern sie der Verwaltungsrat im Einzelfall

64 Gerhard/Schwarz, 346. Vgl. auch Olgiati, 73.
65 Art. 698 Abs. 2 Ziff. 2 OR. Vgl. hierzu bereits III.1.d) oben.
66 Vgl. Wernli, Art. 709, BSK OR II, Rz. 25 ff.; Watter/Schweighofer, 228 f.
67 Vgl. Häusermann, 243.
68 Häusermann, 243.
69 Vgl. Häusermann, 243.
70 Vgl. Häusermann, 243; Watter/Schweighofer, 228 f.

nicht ausschliesst. Damit wird insbesondere sichergestellt, dass nicht längere Informationslücken des Grossaktionärs bestehen (zum «Information Sharing» vgl. unten IV.2.).

b) Unterstützung (oder Nicht-Einmischung) durch den Grossaktionär in Bezug auf weitere Verwaltungsratsmitglieder

Als «Kehrseite» des Nominierungsrechts kann im Relationship Agreement vorgesehen werden, dass der am Relationship Agreement beteiligte Aktionär die Vorschläge der (beispielsweise von einem Nominierungsausschuss ernannten) unabhängigen Verwaltungsräte unterstützt. Dies stellt auf Seiten des Aktionärs eine *Stimmbindung* gegenüber der Gesellschaft dar (zur Zulässigkeit solcher Stimmbindungsvereinbarungen vgl. unten IV.1.c)).[71] Diese Bindung kann sich auf die Unterstützung der vom Verwaltungsrat oder Nominierungsausschuss vorgeschlagenen Kandidaten beschränken.[72] Grundsätzlich denkbar ist auch eine «*kreuzweise*» *Unterstützung* von Verwaltungsratskandidaten, die von anderen Grossaktionären vorgeschlagen wurden. Es ist allerdings rechtlich nicht geklärt, inwieweit derartige Stimmbindungen zugunsten der Gesellschaft – und damit letztlich zugunsten des bestehenden Verwaltungsrats – zulässig sind. Darauf ist gesondert einzugehen (vgl. unten IV.1.c)).

Als mildere Massnahme kann vorgesehen werden, dass sich der Grossaktionär zumindest bei der Wahl der Stimme enthält (wobei letzteres erfordert, dass in den Statuten ein relatives Mehr für die Wahl des Verwaltungsrats festgesetzt wird, da sonst die Enthaltung wie eine Ablehnung wirkt). Dies stellt keine Stimmbindung dar, sondern einen *Verzicht auf die Ausübung des Stimmrechts* (vgl. zum Verzicht bereits oben III.1.d)), welcher sicherstellt, dass die Publikumsaktionäre frei über die unabhängigen Kandidaten entscheiden können, gleichgültig, durch wen diese nominiert wurden, und ist deshalb u.E. zulässig.

In diesem Zusammenhang und zur Absicherung einer gewissen Zahl (typischerweise einer Mehrheit) von unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern empfiehlt sich aus Sicht der Gesellschaft regelmässig auch ein *Verzicht* des Grossaktionärs auf eigene Anträge *zur Wahl von Verwaltungsratsmitgliedern*.[73] Damit wird sichergestellt, dass der Grossaktionär keine weiteren Vertreter im Verwaltungsrat der Generalversammlung vorschlägt. Ein solcher Verzicht ist u.E. zulässig.

---

71 Vgl. Gerhard/Humbel, 270; Häusermann, 244.
72 Vgl. Gerhard/Humbel, 270.
73 Vgl. Hartmann/Singer, 553; Häusermann, 244; Watter/Dubs, 15.

c) Zur Zulässigkeit einer Stimmbindung des Grossaktionärs insbesondere

Die *vertragliche Stimmbindung* von Grossaktionären, d.h. die Frage, ob sich ein Aktionär gegenüber der Gesellschaft gültig verpflichten kann, sein Stimmrecht in einer bestimmten Weise auszuüben bzw. nicht auszuüben, ist in der schweizerischen Lehre Gegenstand kontroverser Diskussionen. Trotz der praktischen Relevanz dieser Frage fehlt es bislang an einer klaren gesetzlichen Regelung sowie an einer höchstrichterlichen Klärung durch das Bundesgericht.[74]

Anders sieht die Rechtslage etwa in Deutschland aus. So bestimmt §136 Abs. 2 des deutschen Aktiengesetzes: «*Ein Vertrag, durch den sich ein Aktionär verpflichtet, nach Weisung der Gesellschaft, des Vorstands oder des Aufsichtsrats der Gesellschaft oder nach Weisung eines abhängigen Unternehmens das Stimmrecht auszuüben, ist nichtig. Ebenso ist ein Vertrag nichtig, durch den sich ein Aktionär verpflichtet, für die jeweiligen Vorschläge des Vorstands oder des Aufsichtsrats der Gesellschaft zu stimmen.*»

Die *praktische Relevanz* ergibt sich namentlich bei den bereits erwähnten Stimmbindungen bei Wahlen unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder (IV.1.b)). Im Übrigen wird ein Grossaktionär typischerweise nur sehr zurückhaltend Stimmbindungen zugunsten der Gesellschaft bzw. ihres Verwaltungsrat eingehen wollen.[75]

Wenn die Unterstützung von Kandidaten, die durch Drittaktionäre nominert werden, ausgeschlossen wird, besteht die Gefahr eines unzulässigen «*Entrenchment*» des bestehenden Verwaltungsrats, bei dem die Wahlkompetenz der Generalversammlung im Ergebnis durch Kooptation ersetzt zu werden droht. Entsprechend wird in der Lehre teilweise vorgebracht, diese verstiessen gegen die aktienrechtliche Kompetenzordnung, wonach die Generalversammlung gemäss Art. 698 OR das oberste Organ der Gesellschaft bildet. Nach dieser Auffassung könnte eine vertragliche Stimmbindung dazu führen, dass der Verwaltungsrat faktisch die Kontrolle über die Gesellschaft erlangt, was dem *Paritätsprinzip* widersprechen würde.[76] Weitere Einwände gegen die Zulässigkeit einer Stimmbindung des Aktionärs beziehen sich auf das *aktienrechtliche Gleichbehandlungsgebot* gemäss Art. 717 Abs. 2 OR und Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR, die *Unzulässigkeit des Stimmkaufs* sowie einen möglichen *Verstoss gegen Art.* 680 OR.[77]

---

74 Vgl. Hartmann/Singer, 551.

75 Gl.M. Häusermann, 244 und 248.

76 Hintz-Bühler, 9; Von Büren/Hintz, 806 f.

77 Hartmann/Singer, 551 m.w.H. Vgl. Hintz-Bühler, 9; Von Büren/Hintz, 807 f.; Häusermann, 247 m.w.H.

Die überwiegende Meinung erachtet vertragliche Stimmbindungen hingegen für zulässig, sofern diese *zeitlich* oder *gegenständlich begrenzt* sind.[78] Zur Begründung wird u.a. angeführt, dass vertragliche Stimmbindungen regelmässig im Interesse der Gesellschaft liegen können, insbesondere auch zugunsten von Minderheitsaktionären, deren Interessen das Aktienrecht ja gerade besonders zu wahren sucht.[79] Vor diesem Hintergrund wird argumentiert, dass eine gezielte und begrenzte Stimmbindung bei teleologischer Auslgung die Grundstruktur der Aktiengesellschaft nicht unterläuft und daher mit der aktienrechtlichen Grundstruktur vereinbar ist.[80]

Dem ist zuzustimmen. So besteht bei den bereits erwähnten Stimmbindungen bei Wahlen unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder (IV.1.b)) ein erhebliches Interesse der Publikumsaktionäre, dass eine genügend grosse Anzahl (und idealerweise eine Mehrheit) unabhängiger Verwaltungsräte besteht, deren Sicherung somit ein legitimes Ziel des Verwaltungsrats ist. Sie sind deshalb u.E. zulässig, wenn damit effektiv der Einfluss des Grossaktionärs eingedämmt wird und selbst wenn dadurch die Nominierung von weiteren Kandidaten durch Minderheitsaktionäre erschwert wird, jedenfalls solange eine solche Nominierung aufgrund der Mehrheitsverhältnisse nicht völlig ausgeschlossen wird.

2. Abreden betreffend «*Information Sharing*» und Geheimhaltung

a) Inhalt

Der Aktionär kann ein berechtigtes Interesse daran haben, von der Gesellschaft *Informationen* zu erhalten, die über die öffentliche Berichterstattung hinausgehen, etwa Finanzinformationen oder Informationen, die er zur eigenen Compliance benötigt.[81] Wenn der Grossaktionär einen Vertreter stellt, hat er zudem ein berechtiges Interesse daran, dass der Vertreter sich bei wichtigen Entscheidungen mit dem Grossaktionär abstimmt. Auch liegt eine solche Abstimmung durchaus im Gesellschaftsinteresse, damit Opposition des Grossaktionärs zu strategischen Entscheidungen vermieden werden kann.[82]

Relationship Agreements können dem beteiligten Aktionär grundsätzlich *begrenzte Informationsrechte* einräumen; deren Aufnahme ist jedoch nur in be-

78 Gerhard/Schwarz, 346; Watter/Dubs, 25 f. Vgl. auch Hartmann/Singer, 551 ff.
79 Vgl. Hartmann/Singer, 552 f.
80 Vgl. Hartmann/Singer, 551 ff.; Watter/Dubs, 25 f.
81 Vgl. Gerhard/Schwarz, 347; Häusermann, 245.
82 Vgl. Hofstetter, 230 f. Vgl. auch Watter/Dubs, 30 ff.

stimmten Grenzen zulässig und bedarf stets einer sorgfältigen rechtlichen Prüfung. Primär massgeblich sind dabei die unten dargestellten rechtlichen Schranken (IV.2.b)).

Die *Informationsweitergabe* an den Aktionär erfolgt typischerweise und am einfachsten über ein vom Aktionär vorgeschlagenes Verwaltungsratsmitglied. Wird diesem erlaubt, Informationen grundsätzlich weiterzugeben, empfielt es sich, die Vertragsklausel als echter Vertrag zugunsten Dritter auszugestalten, damit das Verwaltungsratsmitglied keiner separaten Entbindung durch den Verwaltungsrat vom Geschäftsgeheimnis bedarf. Es ist grundsätzlich innert der nachfolgend aufgezeigten Schranken auch möglich (aber weniger verbreitet), dem Aktionär *direkte Informationsansprüche* einzuräumen, etwa in Bezug auf Finanzinformationen zur Konsolidierung. Schliesslich wird vereinzelt auch in Betracht gezogen (was aber grundsätzlich etwas heikler ist), dem Aktionär einen erweiterten Zugang zum Management der Gesellschaft einzuräumen.[83]

b) Rechtliche Schranken

Die privilegierte Informationsversorgung von Grossaktionären im Rahmen von Relationship Agreements unterliegt verschiedenen rechtlichen Schranken.

aa) Geschäftsgeheimnis

Vertrauliche Informationen unterstehen grundsätzlich dem *Geschäftsgeheimnis*, dessen Wahrung aus der Treuepflicht (Art. 717 Abs. 1 OR) abgeleitet wird. Der Verwaltungsrat kann jedoch als Geheimnisherr davon entbinden, wenn dies im Gesellschaftsinteresse liegt. Dabei kommt dem Verwaltungsrat ein weites *Geschäftsermessen* zu.[84] Insbesondere wird der Verwaltungsrat einer Teilung von Informationen unter diesem Gesichtspunkt zustimmen dürfen, wenn der Abschluss des Relationship Agreements insgesamt im Gesellschaftsinteresse liegt und die Wahrung der Vertraulichkeit durch den Grossaktionär vertraglich im Relationship Agreement abgesichert wird.

Die Weitergabe von Informationen durch ein Verwaltungsratsmitglied, das als Vertreter einer juristischen Person im Sinne von Art. 707 Abs. 3 OR agiert, sollte u.E. ebenfalls zulässig sein, sofern die Voraussetzungen von Art. 717 Abs. 2 OR im konkreten Einzelfall erfüllt sind.[85]

---

83 Häusermann, 245. Eingehend zur Weitergabe von Informationen an Grossaktionäre sodann Olgiati, 69 ff.

84 Vgl. zum Ganzen Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 20 ff.; Olgiati, 78 f.

85 Vgl. Watter/Dubs, 31; restriktiver Olgiati, 77 ff., m.w.H.; für eine eingeschränkte Informationsdurchlässigkeit auch Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 21.

bb) Grundsatz der informationellen Gleichbehandlung

Sodann gilt das Prinzip der *(informationellen) Gleichbehandlung* der Aktionäre (zu den Ausführungen zum Gleichbehandlungsgebot vgl. III.1.c)).[86] Dabei gilt u.E. eine bloss *relative Gleichbehandlung* im Sinne von Art. 717 Abs. 2 OR. Werden einem Grossaktionär im Rahmen eines Relationship Agreements besondere Informationsrechte eingeräumt, sollten diese daher u.E. ebenfalls den Voraussetzungen von Art. 717 Abs. 2 OR genügen. Ein in einem Relationship Agreement geregelter, privilegierter Informationszugang ist nach hier vertretener Auffassung zulässig, sofern (i) das Gesellschaftsinteresse dies auf Grund der besonderen Umstände erforderlich macht, (ii) ein sachlicher Grund vorliegt, (iii) das Verhältnismässigkeitsprinzip gewahrt wird und (iv) sichergestellt wird, dass die privilegierte Informierung nicht zur Benachteiligung der anderen Aktionäre verwendet wird.[87] Es gelten auch hier die aus dem aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebot gemäss Art. 717 Abs. 2 OR abgeleiteten Grundsätze.[88] Ein solch zulässiger *privilegierter Informationszugang* kann namentlich vorliegen, wenn die Information zur Abstimmung mit einem Vertreter im Verwaltungsrat erforderlich ist (vgl. oben IV.2.a)). Aber auch darüber hinaus kann eine Weitergabe gerechtfertigt sein, wenn die Informationen zur Erfüllung gesetzlicher, aufsichtsrechtlicher, börsenrechtlicher oder steuerlicher Pflichten des Aktionärs erforderlich sind.

cc) Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität

Neben der informationellen Gleichbehandlung sind bei der Informationsweitergabe im Rahmen von Relationship Agreements auch kapitalmarktrechtliche Schranken zu beachten. Wesentliche Schranken ergeben sich dabei insbesondere aus dem *aufsichtsrechtlichen Insiderverbot* nach Art. 142 FinfraG, dem *strafrechtlichen Insiderverbot* gemäss Art. 154 FinfraG sowie der *Ad-hoc-Pflicht*.

Während das strafrechtliche Insiderverbot auf die Sanktionierung individuellen Fehlverhaltens abzielt, dient das aufsichtsrechtliche Insiderverbot primär dem Schutz von Gläubigern, Anlegern und Versicherten sowie der Sicherstellung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte.[89] Im Unterschied zur straf-

---

86 Häusermann, 249; Olgiati, 79 ff.

87 Watter/Dubs, 28 f.; Hartmann/Singer, 545. Vgl. auch Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 30.

88 Watter/Dubs, 29; Hartmann/Singer, 545.

89 Hoch Classen/Hotz, Art. 142, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 2; Botschaft Börsendelikte und Marktmissbrauch, 6879, 6888, 6901. Die zitierte Botschaft Börsendelikte und Marktmissbrauch betrifft zwar noch das BEHG; die Botschaft zum FinfraG verweist hinsichtlich der hier relevanten Bestimmungen (insb. zu Art. 142 FinfraG und Art. 154 FinfraG) jedoch auf diese Ausführungen.

rechtlichen Insidernorm verzichtet die aufsichtsrechtliche Insidernorm deshalb auf die Tatbestandsmerkmale des Vermögensvorteils, der Bereicherung sowie des subjektiven Verschuldens, die für den strafrechtlichen Insidertatbestand vorausgesetzt sind; im Übrigen sind beide Normen weitgehend gleich formuliert.[90]

aaa) Aufsichtsrechtliches Insiderhandelsverbot

Gemäss Art. 142 Abs. 1 lit. b FinfraG stellt bereits die blosse *Mitteilung* bzw. *Offenlegung* von *Insiderinformationen*[91] ein aufsichtsrechtlich unzulässiges Marktverhalten dar, das von der FINMA sanktioniert werden kann. Es genügt, dass der Mitteilende – etwa ein Aktionärsvertreter – *wissen müsste*, dass es sich bei den Informationen um Insiderinformationen handelt; die Verschaffung eines Vermögensvorteils ist nicht vorausgesetzt.[92] Grundsätzlich ist damit jede Mitteilung bzw. Weitergabe von Insiderinformationen untersagt – insbesondere auch eine Weitergabe von Informationen im Rahmen von Relationship Agreements von der Publikumsgesellschaft bzw. vom Aktionärsvertreter an den Grossaktionär.

Im Kontext von Relationship Agreements kommt daher den *Ausnahmen* vom Insiderverbot besondere Bedeutung zu. Entscheidend ist dabei, unter welchen Voraussetzungen eine Weitergabe von Insiderinformationen an den Grossaktionär trotz des aufsichtsrechtlichen Mitteilungsverbots rechtlich zulässig ist.

Art. 128 FinfraV nennt die Voraussetzungen, unter denen eine Mitteilung von Insiderinformationen auch dann zulässig ist, wenn sie unter den aufsichtsrechtlichen Insidertatbestand gemäss Art. 142 Abs. 1 lit. b FinfraG fällt. Nach Art. 128 FinfraV ist eine Weitergabe von Insiderinformationen *zulässig*, wenn:

– der Informationsempfänger zur Erfüllung seiner gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen ist (*Need-to-know*-Prinzip; lit. a); oder

---

90 Art. 142 Abs. 1 FinfraG hält explizit fest: «Unzulässig handelt, wer eine Insiderinformation, von der er weiss oder wissen muss, dass es eine Insiderinformation ist, oder eine Empfehlung, von der er weiss oder wissen muss, dass sie auf einer Insiderinformation beruht […] einem anderen mitteilt». Vgl. Hoch Classen/Hotz, Art. 142, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 2; Botschaft Börsendelikte und Marktmissbrauch, 6888, 6901.

91 Als Insiderinformation gilt gemäss Art. 2 lit. j FinfraG eine «vertrauliche Information, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten, die an einem Handelsplatz oder einem DLT-Handelssystem mit Sitz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen».

92 Hoch Classen/Hotz, Art. 142, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 53; Botschaft Börsendelikte und Marktmissbrauch, 6901.

– die Mitteilung der Insiderinformation im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrages unerlässlich ist, die Informationsinhaberin oder der Informationsinhaber die Informationsempfängerin oder den Informationsempfänger darauf hinweist, dass die Insiderinformation nicht ausgenützt werden darf, und die Weitergabe der Insiderinformation und den Hinweis nach Ziffer 1 dokumentiert (lit. b).

Diese Ausnahmen gelten *absolut* und stellen sog. «*Safe Harbours*» dar, die unter keinen Umständen aufsichtsrechtlich sanktioniert werden können.[93] Allerdings ist zu beachten, dass die Ausnahmen gemäss Art. 128 FinfraV nur Verhaltensweisen umfassen, die tatsächlich unter den aufsichtsrechtlichen Insidertatbestand gemäss Art. 142 FinfraG fallen. Verhaltensweisen, die nicht unter Art. 142 Abs. 1 FinfraG subsumiert werden können, bedürfen keiner Ausnahme gemäss Art. 128 FinfraV und sind ohne Weiteres zulässig.[94] Dies gilt etwa für die Erläuterung, Vertiefung oder Verdichung bereits öffentlich bekannter Informationen, sofern keine neuen, bislang unbekannten Informationen offengelegt werden.[95]

bbb) Strafrechtliches Insiderhandelsverbot

Die Weitergabe von Informationen im Rahmen eines Relationship Agreements kann sodann unter Umständen auch gemäss dem strafrechtlichen Insiderhandelsverbot *strafbar* sein. Zu beachten ist, dass die Ausnahmen vom aufsichtsrechtlichen Insiderverbot nach Art. 128 FinfraV gestützt auf Art. 14 StGB auch für den strafrechtlichen Insidertatbestand gemäss Art. 154 FinfraG gelten.[96] Zu den zusätzlichen Tatbestandsmerkmalen im Rahmen von Art. 154 FinfraG gegenüber Art. 142 FinfraG vgl. bereits oben IV.2.b)cc)).

ccc) Ad-hoc-Pflicht

In diesem Zusammenhang sind auch die mit der *Ad-hoc-Publizität* nach Art. 53 f. KR verbundenen Pflichten zu erwähnen. Werden kursrelevante Tatsachen weitergegeben, welche nicht unmittelbar publiziert werden, sondern einem Bekanntgabeaufschub unterliegen (Art. 54 KR), muss der Emittent dafür

---

93 Hanslin/Hoch Classen/Hotz/Maurenbrecher, nach Art. 142 f., BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 2; EFD-Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung, Umsetzung der Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 10. April 2013, 4.

94 Hanslin/Hoch Classen/Hotz/Maurenbrecher, nach Art. 142 f., BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 3; EFD-Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung, Umsetzung der Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 10. April 2013, 3; Olgiati, 85 f.

95 Olgiati, 86. Vgl. auch Wohlers/Pflaum, Art. 154, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 41 ff.

96 Hanslin/Hoch Classen/Hotz/Maurenbrecher, nach Art. 142 f., BSK FINAMG/FinfraG, Rz. 5.

sorgen, dass die Informationen nur an Personen weitergegeben werden, die diese zur Wahrnehmung der ihnen übertragenen Aufgaben benötigen (*Need-to-know*-Prinzip), und dass die Vertraulichkeit der Tatsache gewährleistet ist (Art. 54 Abs. 2 KR).

dd) Schlussfolgerungen für die Vertragsgestaltung in der Praxis

Eine *generelle Informationsweitergabe* von Insider-Informationen ist *heikel*, da kaum generell darauf geschlossen werden kann, dass die Voraussetzungen von Art. 128 FinfraV in allen Fällen erfüllt sind. Auch hat der Grossaktionär regelmässig keine vertraglichen oder gesetzlichen Pflichten, gestützt auf die er die Informationen benötigt (wobei man immerhin in einer Pflicht des Grossaktionärs, den Vertreter bei strategischen Entscheidungen zu beraten, eine solche Pflicht erblicken könnte). Es ist deshalb eine *Einzelfallprüfung* erforderlich, weshalb es sich empfiehlt, die Weitergabe von einer *Ermächtigung* durch den Verwaltungsrat im Einzelfall abhängig zu machen, jedenfalls diese aber nur zu erlauben, wenn sie die gesetzlichen Voraussetzungen erfüllt.

Auch wenn man die Weitergabe von Insider-Informationen derart einschränkt, sind aus Sicht der Gesellschaft *zusätzliche Sicherungsmechanismen* empfehlenswert. Insbesondere sollte sich der Grossaktionär in solchen Relationship Agreements zur Vertraulichkeit sämtlicher nicht-öffentlicher Informationen, zu deren ausschliesslicher Nutzung im Zusammenhang mit seiner Beteiligung sowie zur Einhaltung entsprechender Compliance-Massnahmen – insbesondere Insider- und Handelsrestriktionen – verpflichten.[97]

Darüber hinaus ist es marktüblich und empfehlenswert aus Gesellschaftssicht, dass sich der Aktionär zur Einhaltung sogenannter *Blocking Periods* verpflichtet. Solche Blocking Periods sind gesetzlich nicht vorgeschrieben, werden aber von Emittenten in ihren Insiderreglementen regelmässig ihren Organen und Mitarbeitern auferlegt, damit kein Handel in der «Grauzone» (ohne dass Insiderinformationen vorliegen müssen) vor der Publikation von Geschäftsberichten und Zwischenabschlüssen (bspw. vom Bilanzstichtag bis zur Publikation des entsprechenden Abschlusses) erfolgt. Da die Einhaltung von Blocking Periods ohne Vorliegen von Insiderinformationen gesetzlich nicht erforderlich ist, erhält die Gesellschaft damit für den Informationszugang auch ein erhebliches Zugeständnis durch den Grossaktionär, welches aus Gesellschaftssicht einen wesentlichen Faktor dafür darstellen kann, dass ein Informationszugang gewährt wird.

---

[97] Zu unseren Ausführungen zum Geschäftsgeheimnis vgl. IV.2.b)aa). Vgl. auch Olgiati, 94 f.; Häusermann, 245.

3. Abreden zwecks Stabilisierung der Beteiligung des Aktionärs

Relationship Agreements enthalten sodann auch häufig Regelungen zu *Veränderungen* der *Beteiligungsverhältnisse* des Aktionärs. Solche Abreden liegen typischerweise im Interesse der Gesellschaft, indem sie zur Stabilität des Aktionariats der Gesellschaft beitragen.[98] Zu den gängigen Formen solcher Abreden betreffend Veränderungen der Beteiligung des Aktionärs zählen insbesondere *Lock-up*- und *Stillhaltevereinbarungen*.

a) Generelle rechtliche Überlegungen

Erwerbs- und Veräusserungsbeschränkungen, jedenfalls seitens des Aktionärs, sind grundsätzlich zulässig, sofern sie nicht zu einer *übermässigen Bindung* im Sinne von Art. 27 Abs. 2 ZGB führen. Ein typisches Beispiel hierfür ist eine Lock-up-Vereinbarung über einen klar definierten Zeitraum.

Der *Verzicht auf Aktionärsrechte*, insbesondere auf Mitwirkungs-, Kontroll- und Klagerechte, wird etwas kontroverser diskutiert.[99] Zunächst sind sie jedenfalls zulässig, wenn sie *anlassbezogen* erfolgen.[100] Beispielsweise kann im Rahmen einer Streitbeilegung auf einen Antrag auf Sonderuntersuchung verzichtet werden, oder es kann eine Verpflichtung eingegangen werden, einen konkreten Beschluss einer bevorstehenden Generalversammlung nicht anzufechten.[101] Das wird indessen bei Relationship Agreements seltener der Fall sein. Auch bei generellen Regelungen sollte u.E. aber ein sachlich und zeitlich[102] beschränkter Verzicht grundsätzlich zulässig sein, sofern dieser im Gesellschaftsinteresse – und insbesondere im Interesse der Minderheitsaktionäre – liegt und es nicht zu einem nicht begründeten «*Entrenchment*» des bestehenden Verwaltungrats kommt (vgl. die analogen Überlegungen zur Stimmbindung oben IV.1.c)).

---

98 Häusermann, 245 f.

99 Vgl. etwa Gerhard/Schwarz, 347, und Häusermann, 249 f., die einen anlassbezogenen Verzicht für zulässig erachten, jedoch Zweifel hinsichtlich der Zulässigkeit genereller bzw. unspezifischer Vorausverzichte anbringen; ähnlich auch Wolf/Gaberthüel, 212, gemäss welchen einem zeitlich befristeten Verzicht keine grundsätzlichen Vorbehalte entgegenstehen.

100 Gerhard/Schwarz, 347; Häusermann, 249 f. Vgl. auch Wolf/Gaberthüel, 212 und Forstmoser/Küchler, § 9 Rz. 442 f., zur Zulässigkeit anlassbezogener Verzichte von Aktionären im Rahmen von Aktionärbindungsverträgen.

101 Vgl. hierzu bereits III.1.d).

102 Dieser ergibt sich regelmässig zumindest aus der beschränkten Gesamtdauer des Relationship Agrements.

b) Lock-up-Vereinbarungen

Bei *Lock-up-Vereinbarungen* verpflichtet sich der Aktionär, seine Beteiligung an der Gesellschaft während einem bestimmten befristeten Zeitraum *nicht zu veräussern*.[103] Bei IPOs werden Lock-up-Vereinbarungen standardmässig gegenüber dem Bankenkonsortium abgegeben, weshalb eine zusätzliche Regelung in einem Relationship Agreement häufig nicht erforderlich ist. Dagegen sind Lock-up-Vereinbarungen insb. bei Kapitalerhöhungen – etwa bei einer PIPE- oder bei einer M&A-Transaktion – häufig, wenn ein Aktionär dadurch eine grössere Beteiligung an der Gesellschaft aufbauen kann.[104] Lock-ups unterliegen typischen *Ausnahmen*, etwa Übertragungen an andere Gruppengesellschaften, im Falle einer Andienung in ein Übernahmeangebot und u.U. auch zwecks Besicherung von Finanzierungstransaktionen.[105]

Grundsätzlich denkbar – aber selten – ist ein *«umgekehrter» Lock-up* der Gesellschaft bzw. ein Verwässerungsschutz, womit ein Aktionär verhindern könnte, dass die Gesellschaft unmittelbar nach der Finanzierung weitere Aktien ausgibt und dadurch seine Beteiligung verwässert.[106] Es kann aber auch hier nicht der Generalversammlung die Möglichkeit genommen werden, den Verwaltungsrat bspw. mit der Umsetzung einer ordentlichen Kapitalerhöhung zu beauftragen.

c) Stillhaltevereinbarungen

Umfassende Stillhaltevereinbarungen (*«Standstill»*) sind insbesondere im US-amerikanischen Rechtsraum verbreitet, zumindest einzelne Stillhaltevereinbarungen werden aber auch in der Schweiz häufiger. Der Aktionär *verzichtet* bei dieser auf einen (weiteren) *Beteiligungsaufbau* und gegebenenfalls auf weitere Massnahmen zur Ausdehnung seiner Kontrolle; teils umfasst dies auch den Verzicht auf die Ausübung des Traktandierungs- oder weiterer Mitwirkungs-, Kontroll- und Klagerechte des Aktionärs.[107]

Vor diesem Hintergrund gehen Stillhaltevereinbarungen in der Praxis bisweilen mit vertraglich vereinbarten Stimmbindungen einher, die der Stabilisierung dienen. In der Lehre werden insbesondere folgende Ausprägungen vertraglicher Stimmbindungen anerkannt:

---

103 Hartmann/Singer, 549; Häusermann, 245; Gerhard/Humbel, 270.
104 Vgl. Hartmann/Singer, 549.
105 Dubs/Perlini-Frehner, 15. Vgl. auch Wolf/Gaberthüel, 211.
106 Vgl. Häusermann, 245.
107 Vgl. Hartmann/Singer, 547 f.; Häusermann, 246.

- Die Verpflichtung, die Wahl unabhängiger Verwaltungsratsmitglieder zu unterstützen, gegebenenfalls auch die Verpflichtung zur zeitlich begrenzten Wahl bestimmter Personen;
- Die Verpflichtung, das Stimmrecht während einer klar befristeten zeitlichen Dauer nicht auszuüben;
- Die Verpflichtung, das Stimmrecht während einer klar befristeten zeitlichen Dauer oder für die nächste Generalversammlung gemäss den Anträgen des Verwaltungsrates auszuüben;
- Die Verpflichtung, das Stimmrecht während einer klar befristeten zeitlichen Dauer zur Verhinderung oder Durchführung bestimmter Rechtsgeschäfte oder Beschlüsse (z.B. für Statutenänderungen, Fusionen etc.) auszuüben;
- Die Verpflichtung, das Stimmrecht während einer klar befristeten zeitlichen Dauer zur Begrenzung eigener Verwaltungsratsmitglieder, allenfalls entsprechend der Aktienbeteiligung des Grossaktionärs, auszuüben;
- Die Verpflichtung, während einer klar befristeten zeitlichen Dauer eine festgelegte Unternehmensstrategie/-ausrichtung bzw. Strukturmassnahmen zu unterstützen.[108]

Wir erachten diese als grundsätzlich zulässig; vgl. hierzu unsere Ausführungen unter IV.1.c) zur Zulässigkeit vertraglicher Stimmbindungen.

Besondere Stillhaltevereinbarungen können namentlich auch im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten abgeschlossen werden. Hierzu zählen etwa Verpflichtungen des Aktionärs, kein eigenes unfreundliches Übernahmeangebot zu lancieren, oder sich einem unfreundlichen Übernahmeangebot eines Dritten nicht anzuschliessen bzw. diesem nicht anzudienen («*non-tender undertaking*»).[109] Der Verwaltungsrat verbessert dadurch seine Verhandlungsposition gegenüber einem Übernehmer. Untersteht die Gesellschaft dem schweizerischen Übernahmerecht, dürfte allerdings die Verpflichtung, einem Drittangebot nicht anzudienen, unzulässig sein.[110] Denkbar ist auch umgekehrt eine Pflicht des Aktionärs, seine Aktien unter bestimmten Voraussetzungen in ein vom Verwaltungsrat unterstütztes Übernahmeangebot anzudienen.[111]

d) Sonstige Abreden

Sodann finden sich namentlich in den USA auch Klauseln wie «*Don't ask, don't waive*», wonach der Aktionär nicht bloss Lock-up-, Standstill- und Stimmbin-

---

108 Zu den genannten Konstellationen siehe Hartmann/Singer, 553; Watter/Dubs, 26.
109 Häusermann, 246.
110 Zur Centerpulse-Praxis vgl. Watter, 269.
111 Gerhard/Humbel, 271; Häusermann, 246.

dungs-Verpflichtungen eingeht, sondern sich auch dazu verpflichtet, den Verwaltungsrat der Gesellschaft um keinen Verzicht auf diese Bestimmungen zu bitten. Unter Schweizer Recht dürfte dies kaum durchsetzbar sein, da auch auf eine solche Klausel verzichtet werden kann, und zwar auch im Nachhinein nach einer erfolgten, zunächst vertragswidrigen Anfrage. Sinnvoller ist es, zu vereinbaren, dass ein etwaiger *Waiver* ausschliesslich durch die unabhängigen Verwaltungsratsmitglieder beschlossen werden darf.

Schliesslich sind auch *einmalige Abreden* zur Aktionärsstellung denkbar, wie etwa die Eintragung vinkulierter Namenaktien mit Stimmrecht ins Aktienregister.

4. Dauer

Die *vertragliche Laufzeit* und *Beendigung* von Relationship Agreements ist in der Praxis unterschiedlich ausgestaltet und hängt wesentlich vom Zweck und Kontext der jeweiligen Vereinbarung ab. Das Inkrafttreten eines Relationship Agreements kann dabei unter Umständen auch unter bestimmten *Bedingungen* stehen, etwa der Kotierung der Aktien und/oder der Durchführung eines IPO.

Typischerweise wird in Relationship Agreements auch eine vertraglich vereinbarte *Mindestlaufzeit* vorgesehen (z.B. zehn Jahre), mit der anschliessenden Möglichkeit einer einseitigen ordentlichen Kündigung.

Neben der ordentlichen Laufzeit sind auch *ausserordentliche Beendigungsmechanismen* üblich. So besteht im Rahmen eines Relationship Agreements regelmässig die Möglichkeit einer *Auflösung im gegenseitigen Einverständnis*. Zudem kann die Gültigkeit des Relationship Agreements (und separat oft auch Nominierungsrechte) an bestimmte Beteiligungsschwellen gekoppelt werden, etwa 10%, 20% oder auch 5%.[112] Wird ein solcher Schwellenwert unterschritten, endet der Vertrag automatisch. In bestimmten Fällen kann dem Aktionär eine Heilungsmöglichkeit eingeräumt werden, um den betreffenden Schwellenwert wieder zu erreichen und das Relationship Agreement aufrechtzuerhalten. Eine Unterart davon besteht im sogenannten «*Top-up*»-Recht, bei welchem dem Aktionär diese Heilungsmöglichkeit zusteht, wenn er aufgrund einer Verwässerung (insbesondere einer Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsentzug) unter den relevanten Schwellenwert fällt.

---

112 Vgl. etwa die Verfügung der Übernahmekommission 914/01 vom 9. September 2025 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG, L.

Typischerweise enthalten Relationship Agreements sodann auch eine Klausel zur *ausserordentlichen Kündigung* aus *wichtigem Grund*, etwa bei einer schwerwiegenden Vertragsverletzung durch eine der Parteien.[113]

V. Zusammenfassung und Fazit

Relationship Agreements haben sich in der Kapitalmarkt- und M&A-Praxis als flexibles und bewährtes Instrument etabliert, um die komplexen Beziehungen zwischen kotierten Gesellschaften und Grossaktionären rechtssicher und interessengerecht zu gestalten. Trotz einer bislang weitgehend fehlenden gerichtlichen Praxis – aber immerhin einer gewissen Behördenpraxis – und fortbestehender Rechtsunsicherheiten, ist ihr *praktischer Nutzen* in den zentralen Kernpunkten unbestritten.

Als flexibles Gestaltungsinstrument bieten Relationship Agreements Raum für innovative und interessengerechte Lösungen – sowohl auf Seiten der Gesellschaft als auch auf Seiten des Grossaktionärs – und ermöglichen eine differenzierte Regelung des konkreten Verhältnisses zwischen Gesellschaft und Grossaktionär.

Literaturverzeichnis

Böckli Peter, Aktionärbindungsverträge, Vinkulierung und statutarische Vorkaufsrechte unter neuem Aktienrecht, ZBJV 129/1993, 475 ff. (zit. Böckli, Aktionärbindungsverträge).

Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 5. A., Zürich 2022 (zit. Böckli).

Dubs Dieter/Perlini-Frehner Fabienne, Beratung des Verwaltungsrates in Übernahmesituationen, in: Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias (Hrsg.), Europainstitut an der Universität Zürich, M&A unter geänderten Vorzeichen, 26. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions, Tagungsband 2023, 9 ff.

Forstmoser Peter/Küchler Marcel, Aktionärbindungsverträge, Rechtliche Grundlagen und Umsetzung in der Praxis, Zürich 2015.

Gerhard Frank/Humbel Claude, Cornerstone Investors in IPOs, GesKR 3/2018, 270 ff.

Gerhard Frank/Schwarz Adrian, Delaware unter Beschuss – Aufstieg der privaten Governance: Wie würde das Schweizer Aktienrecht standhalten?, Legislative Konsequenzen von *Moelis* und *Musk*, GesKR 3/2025, 346 ff.

Hanslin Marc/Hoch Classen Mariel/Hotz Basil, Art. 142, Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 2, 5.

[113] Vgl. etwa die Verfügung der Übernahmekommission 914/01 vom 9. September 2025 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG, L.

Hartmann Jürg E./Singer Ilona, Gross- und Ankeraktionäre von kotierten und nichtkotierten Publikums-Aktiengesellschaften, Ihre Stellung bezüglich Information und vertraglicher Einbettung, GesKR 4/2012, 539 ff.

Häusermann Daniel M., Relationship Agreements zwischen Vertragsfreiheit und zwingendem Aktienrecht, SZW 2022, 241 ff.

Hintz-Bühler Monika, Aktionärbindungsverträge, Diss., Bern 2001.

Hoch Classen Mariel/Hotz Basil, Art. 142, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 2 – 53.

Hofstetter Karl, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, SZW 1996, 222 ff.

Hofstetter Karl/Schilter-Heuberger Evelyn/Brönnimann Thomas, Art. 135, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 50 – 64.

Olgiati Lorenzo, Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat von Publikumsgesellschaften – Möglichkeiten und Schranken der Einflussnahme durch Grossaktionäre, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIII, Zürich 2019, 67 ff.

Schulthess Kommentar, Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, in: Sethe Rolf et al. (Hrsg.), Zürich 2017.

Theus Simoni Fabiana/Hauser Isabel/Bärtschi Isabel (Hrsg.), Handbuch Schweizer Aktienrecht, 2. Aufl., Basel 2022.

Von Büren Roland/Hintz Monika, Die Aktiengesellschaft als Partei eines Aktionärbindungsvertrages?, ZBJV 136/2000, 802 ff.

Watter Rolf, Vertragliches Verbot von Angeboten oder einer Angebotserhöhung («Standstills»), GesKR 2/2013, 266 ff.

Watter Rolf/Dubs Dieter, Anchor Shareholders und Grossaktionäre: Ihr Einstieg, ihre vertragliche Einbindung und ihre Information, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XII, Zürich 2010, 1 ff.

Watter Rolf/Roth Pellanda Katja, Art. 717, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530 – 964l), 6. Aufl., Basel 2023, Rz. 20 ff.

Watter Rolf/Schweighofer Florian, DSM-Firmenich, Ein Merger of Equals zwischen Gesellschaften mit grundverschiedenen Aktionariatsstrukturen, GesKR 2/2023, 229 ff.

Weber Rolf/Baisch Rainer, Art. 120 und 121, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019.

Wernli Martin, Art. 709, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530 – 964l), 6. Aufl., Basel 2023, Rz. 25 ff.

Wohlers Wolfgang/Pflaum Sonja, Art. 154, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz/Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019.

Wolf Matthias/Gaberthüel Tino, Käuferaktien als Zahlungsmittel bei M&A-Transaktionen, GesKR 2/2013, 195 ff.

Trends im Übernahmerecht

Mirjam Eggen, Marc D. Nagel*

Inhalt

I. Einleitung 74

II. Die UEK als Behörde 75
1. Kommission und Sekretariat 75
2. Tätigkeit 76

III. Der Fall Aluflexpack 77
1. Ausgangslage 77
2. Liquidität im Sinne des Übernahmerechts 78
3. Wettbewerbsbedingung 81
4. Warranty & Indemnity Versicherung / Nebenleistungen 82
5. Vollzugsaufschub 83
6. Preisanpassungsmechanismus 84

IV. Der Fall GAM 84
1. Ausgangslage 84
2. Qualifikation eines Teilangebots, das als Reaktion auf ein Vollangebot lanciert wird 85
a) Teilangebot als selbständiges Angebot 86
b) Teilangebot als Konkurrenzangebot 87
c) Teilangebot als missbräuchliches Angebot 88

V. Meldepflicht: Eine kurze Einordnung 88
1. Vorbemerkung 88
2. Regelung der Meldepflichten 89
3. Klarstellungen 90
4. Praktische Tipps 90

VI. FinfraG-Review 91
1. Übersicht 91
2. DLT-Handelssysteme 92
3. Meldepflicht 93

* Prof. Dr. Mirjam Eggen, LL.M., Rechtsanwältin, Universität Bern, Präsidentin der Übernahmekommission; lic. iur. HSG et lic. oec. HSG Marc D. Nagel, Rechtsanwalt. Wir danken Dr. iur. Lukas Roos, Rechtsanwalt, für die kritische Durchsicht und Nico Looser, BLaw, für die sorgfältige Betreuung des Fussnotenapparats. Stand der Recherchen ist der 1. September 2025. Sämtliche Internetquellen wurden am 5. September 2025 zuletzt besucht.

4. Zustelldomizil 94
5. Gebührensätze 95

Literaturverzeichnis 96

I. Einleitung

Die Übernahmekommission (UEK) wurde bei Inkrafttreten des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) vom 24. März 1995 geschaffen. Sie feiert somit in diesem Jahr ihr 30-jähriges Bestehen. Ihre Aufgaben werden durch den Gesetzgeber in Art. 126 FinfraG[1] definiert. Gestützt auf Abs. 3 dieser Bestimmung prüft sie die Einhaltung der Vorschriften für öffentliche Kaufangebote im Einzelfall. Neben dieser Rechtsanwendung kommt ihr in beschränktem Umfang auch eine Regulierungskompetenz zu. Insbesondere darf sie gemäss Art. 131 FinfraG konkretisierende Bestimmungen erlassen über bestimmte übernahmerechtliche Aspekte wie z.B. die Voranmeldung eines Angebots oder das Handeln in gemeinsamer Absprache mit Dritten. Die Regulierungen müssen jedoch vorgängig durch die FINMA genehmigt werden.[2] Auch die Organisation und das Verfahren vor der UEK sind der FINMA zur Genehmigung zu unterbreiten.[3]

Die folgenden Ausführungen befassen sich mit der aktuellen behördlichen Tätigkeit und ausgewählten Entwicklungen im Übernahmerecht. Nach einer kurzen Übersicht über die Zusammensetzung der UEK und ihre Tätigkeit (Abschnitt II.) beschreibt der Beitrag gewisse Aspekte der Fälle Aluflexpack (Abschnitt III.) und GAM (Abschnitt IV.). Zudem nehmen die Autoren eine Einordnung der übernahmerechtlichen Meldepflicht vor (Abschnitt V.). Abschliessend skizziert der Beitrag die Auswirkungen des laufenden FinfraG-Reviews auf die UEK (Abschnitt VI.). Der Text entspricht im Wesentlichen den mündlichen Erläuterungen anlässlich der 28. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions vom 16. September 2025.

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

2 Art. 126 Abs. 2 FinfraG; Barthold/Isler, Art. 126, SK FinfraG, Rz. 10; Tschäni/Iffland/Diem, Art. 126, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 13.

3 Art. 126 Abs. 1 FinfraG; vgl. Barthold/Isler, Art. 126, SK FinfraG, Rz. 10; Tschäni/Iffland/Diem, Art. 126 BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 13.

II. Die UEK als Behörde

1. Kommission und Sekretariat

Die UEK ist ein Zwerg unter den Behörden: Die Kommission besteht aus zurzeit acht Mitgliedern.[4] Die Mitglieder setzen sich gemäss Art. 126 Abs. 1 FinfraG aus sachverständigen Vertreterinnen und Vertretern der Wertpapierhäuser, der kotierten Gesellschaften und der Anlegerinnen und Anleger zusammen und werden durch die FINMA bestellt.[5] Verfügungen werden in Ausschüssen von in der Regel drei Mitgliedern erlassen.[6] Die Ausschüsse sind nach der für den Fall erforderlichen Expertise und Verfügbarkeit zusammengesetzt[7] und haben somit jeweils eine unterschiedliche Zusammensetzung pro Verfügung. Die mitwirkenden Kommissionsmitglieder werden in der Verfügung namentlich genannt.[8]

Die Verfahren werden vor dem Erlass einer Verfügung durch das Sekretariat der UEK geführt.[9] Die Parteien verfügen dabei über einen zeitnahen und informellen Kontakt zu den Rechtskonsulenten und können von ihnen Sekretariatsauskünfte einholen. Diese sind für den Ausschuss nicht bindend,[10] ermöglichen aber eine rasche Beantwortung von Verfahrensfragen und erlauben eine gute Einschätzung, ob sich in einem Fall inhaltliche Divergenzen zur geltenden Praxis oder Unsicherheiten über die Zulässigkeit des geplanten Vorgehens ergeben könnten. Unter den Voraussetzungen von Art. 55 Abs. 4 UEV kann das Sekretariat auch Auskünfte über die Auslegung der anwendbaren Vorschriften erteilen.[11]

---

4 Gemäss Art. 3 Abs. 1 des Reglements der Übernahmekommission vom 21. August 2008 (R-UEK, SR 954.195.2) besteht die Kommission aus insgesamt sieben bis elf Mitgliedern; Emmenegger/Bigler, 184 *in fine*.

5 Art. 126 Abs. 1 FinfraG; Barthold/Isler, Art. 126, SK FinfraG, Rz. 4 f.; Tschäni/Iffland/Diem, Art. 126, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 2 und 5; Tschäni/Diem/Gaberthüel Rz. 239.

6 Art. 54 Abs. 1 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1); Nikitine/Schulthess, Art. 139, SK FinfraG, Rz. 8; Vogel/Heiz/Luthiger, Art. 139, OFK FinfraG/BEG, Rz. 3; vgl. Gericke/Wiedmer, Art. 54, Kommentar UEV, Rz. 11 f.

7 Vgl. Schenker, 223; vgl. ferner Gericke/Wiedmer, Art. 54, Kommentar UEV, Rz. 12.

8 Siehe z.B. Verfügung 907/01 vom 30. Juni 2025 in Sachen *Youngtimers* AG, Sachverhalt Bst. F.

9 Art. 55 UEV; vgl. Gericke/Wiedmer, Art. 3, Kommentar UEV, Rz. 10; Peter/Bovey, Rz. 144.

10 Art. 55 Abs. 5 UEV; Gericke/Wiedmer, Art. 55, Kommentar UEV, Rz. 11; Schenker, 186.

11 Gericke/Wiedmer, Art. 55, Kommentar UEV, Rz. 9; Emmenegger, 135; Tschäni/Diem/Gaberthüel Rz. 240.

2. Tätigkeit

Die behördliche Tätigkeit der UEK wird transparent offengelegt. Erstens veröffentlicht die Behörde ihre Entscheidpraxis.[12] Auf ihrer Website[13] finden sich die erlassenen Verfügungen, sofern keine überwiegenden Interessen einer Publikation entgegenstehen.[14] Im Rahmen dieser Interessenabwägung wird das Marktinteresse an einer hohen Transparenz über die Behördenpraxis dem Interesse der Parteien an Geheimhaltung gegenübergestellt. Entsprechend werden Verfügungen zu geplanten Transaktionen regelmässig erst dann publiziert, wenn die Transaktionen effektiv durchgeführt werden. Insgesamt stellt die Veröffentlichung von Verfügungen jedoch den Regelfall dar, nicht veröffentlichte Verfügungen bilden dagegen die Ausnahme.[15]

Zweitens publiziert die Behörde jährlich einen Tätigkeitsbericht. Aus dem Tätigkeitsbericht des Vorjahres ist etwa ersichtlich, dass die UEK im 2024 20 Verfügungen im Rahmen von 19 Verfahren – ohne Einrechnung der Rückkäufe im Meldeverfahren – erlassen hat.[16] Im Rahmen dieser Verfahren wurden sechs Übernahmeangebote mit einem Transaktionswert von total rund CHF 700 Mio. geprüft.[17] Die öffentlichen Angebote waren alle Barangebote und stellten mit Ausnahme von Cicor Technologies SA freiwillige Angebote dar.[18] Zehn Verfügungen betrafen sog. andere Verfahren, darunter sind etwa Verfügungen zu Ausnahmen von der Angebotspflicht oder über das (Nicht-)Bestehen der Angebotspflicht zu subsumieren.[19] Eine Verfügung blieb per Jahresende 2024 aufgrund Nichtdurchführung der Transaktion unveröffentlicht. Daneben behandelte die UEK im 2024 13 Rückkaufprogramme im Meldeverfahren, zehn davon erfolgten zu Marktpreisen und drei zu Festpreisen.[20]

---

12 Art. 65 Abs. 1 UEV; Gericke/Wiedmer, Art. 65, Kommentar UEV, Rz. 8; Emmenegger, 142.

13 Abrufbar unter <https://www.takeover.ch/transactions/all>.

14 Siehe Art. 138 Abs. 1 Satz 2 FinfraG. Die Norm ist als «Kann»-Bestimmung formuliert. Eine rechtliche Pflicht zur Veröffentlichung lässt sich damit nicht ableiten; ebenso Gericke/Wiedmer, Art. 65, Kommentar UEV, Rz. 5. Zu den Gründen einer Nichtpublikation siehe Emmenegger, 142 f.

15 Der Tätigkeitsbericht der UEK weist für das Jahr 2024 insgesamt 20 Entscheide aus, von denen lediglich einer nicht veröffentlicht wurde (Tätigkeitsbericht 2024 der UEK vom 13. Mai 2025, S. 5, abrufbar unter <https://www.takeover.ch/takeoverboard/report>). Siehe auch Emmenegger, 142 f., für nicht publizierte Entscheide der UEK.

16 UEK, Tätigkeitsbericht 2024, 5.

17 Aluflexpack AG; Cicor Technologies SA; Orascom Development Holding AG; Lalique Group SA; Athris AG; ENR Russia Invest AG.

18 UEK, Tätigkeitsbericht 2024, 5.

19 UEK, Tätigkeitsbericht 2024, 5.

20 UEK, Tätigkeitsbericht 2024, 5.

Nicht reflektiert werden im Tätigkeitsbericht Transaktionen, die gar nicht bis zum Erlass einer Verfügung gelangen. Damit verbundene Anfragen stellen einen nicht zu vernachlässigenden Anteil der Arbeiten im Sekretariat der UEK dar. Wird dieses im Vorfeld einer Transaktion konsultiert, finden typischerweise erste Vorgespräche statt oder es werden Gesuchsentwürfe oder sogar vollständige Gesuche eingereicht. Die UEK begrüsst eine solche frühe Kontaktaufnahme. Sofern eine Transaktion vor dem Erlass der Verfügung abgebrochen und ein allfälliges Gesuch zurückgezogen wird, endet das Verfahren vor der UEK regelmässig ohne Verfügung und kann bei Bedarf zu einem späteren Zeitpunkt wieder aufgenommen werden.

III. Der Fall Aluflexpack

1. Ausgangslage

Die im Rahmen des vorliegenden Beitrags als sog. Fall Aluflexpack bezeichnete Thematik betraf das im Jahr 2024 lancierte öffentliche Übernahmeangebot der Constantia Flexibles GmbH (Constantia oder Anbieterin) an die Aktionäre der Aluflexpack AG (Aluflexpack oder Zielgesellschaft). Es handelte sich dabei um ein freundlich eingeleitetes, freiwilliges Bar-Kontrollwechselangebot mit einem Transaktionswert von rund CHF 300 Mio.

Im Rahmen des Verfahrens[21] vor der UEK betreffend die erwähnte Transaktion wurden insgesamt vier Verfügungen erlassen,[22] wobei mit Blick auf die in diesem Beitrag diskutierten Aspekte lediglich die ersten beiden Verfügungen[23] von Belang sind. Anlässlich der ersten Verfügung[24] zum Übernahmeangebot auf Aluflexpack prüfte die UEK vorgängig den Entwurf der Voranmeldung zum Übernahmeangebot und klärte verschiedene Fragen, welche ihr die Anbieterin im Rahmen eines Gesuchs unterbreitet hatte. Bei der zweiten Verfügung zum Übernahmeangebot[25] ging es um die Vorprüfung des Angebotsprospekts.

Lanciert wurde das Übernahmeangebot via Publikation der Voranmeldung am 16. März 2024. Die Veröffentlichung des Angebotsprospekts folgte am 2. April

---

21 Verfahrensnummer 864.

22 Verfügung 864/01 vom 12. Februar 2024 in Sachen *Aluflexpack* AG; Verfügung 864/02 vom 27. März 2024 in Sachen *Aluflexpack* AG; Verfügung 864/03 vom 13. Februar 2025 in Sachen *Aluflexpack* AG; Verfügung 864/04 vom 27. Februar 2025 in Sachen *Aluflexpack* AG.

23 Verfügung 864/01 vom 12. Februar 2024 in Sachen *Aluflexpack* AG; Verfügung 864/02 vom 27. März 2024 in Sachen *Aluflexpack* AG.

24 Verfügung 864/01 vom 12. Februar 2024 in Sachen *Aluflexpack* AG.

25 Verfügung 864/02 vom 27. März 2024 in Sachen *Aluflexpack* AG.

2024. Vollzogen werden konnte das Übernahmeangebot schliesslich rund ein Jahr nach dessen Lancierung im März 2025. Neben dem Übernahmeangebot schloss die Anbieterin einen Aktienkaufvertrag mit zwei Mehrheitsaktionären der Zielgesellschaft zwecks Erwerbs einer 60%-Beteiligung ab.

Bei dem Übernahmeangebot auf Aluflexpack handelte es sich auch um einen *Private Equity*-Deal: Die Anbieterin wurde als eigentliches Portfoliounternehmen, das Teil der *Private Equity*-Struktur bildete, indirekt mehrheitlich von einem Investmentfonds – dem sog. *Fund IV*[26] – gehalten, den die amerikanische *Private Equity*-Beteiligungsgesellschaft One Rock Capital Partners LLC – nebst zahlreichen anderen Investmentfonds – verwaltete und beriet.

Die Übernahme von Aluflexpack durch Constantia war ein in verschiedener Hinsicht sehr interessanter Fall. Auf die fünf nachfolgenden Aspekte wird im Rahmen dieses Beitrags genauer eingegangen:

- Liquidität i.S. des Übernahmerechts;[27]
- Wettbewerbsbedingung;[28]
- Warranty & Indemnity Versicherung / Nebenleistungen;[29]
- Vollzugsaufschub;[30]
- Preisanpassungsmechanismus.[31]

2. Liquidität im Sinne des Übernahmerechts

Falls auf ein öffentliches Kaufangebot die Mindestpreisregeln i.S.v. Art. 135 Abs. 2 FinfraG und Art. 42 ff. FinfraV-FINMA anwendbar sind – was bei Pflichtangeboten und sog. Kontrollwechselangeboten der Fall ist –, so wird nach Art. 42 Abs. 1 und 2 FinfraV-FINMA bei liquiden Aktien für die Bestimmung des Mindestpreises grundsätzlich auf den Börsenkurs abgestellt (den sog. 60-Tages-VWAP = volumengewichteter Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots), es sei

---

26 Der *Fund IV* war zu jenem Zeitpunkt das bislang grösste Fondsvehikel von One Rock Capital Partners LLC. Der *Fund IV* konzentrierte sich auf die vier Hauptsektoren (1) Chemikalien, (2) Lebensmittel- und Getränkeherstellung und -vertrieb, (3) Unternehmens- und Umweltdienstleistungen sowie (4) Spezialmaschinenbau. In den Sektor Spezialmaschinenbau gehörte u.a. auch die Portfoliogesellschaft Constantia, welche im Rahmen der hier erörterten Transaktion schlussendlich auch die Zielgesellschaft Aluflexpack übernommen hatte.

27 Verfügung 864/02 vom 27. März 2024 in Sachen *Aluflexpack AG*, Rz. 18 ff.

28 Verfügung 864/01 vom 12. Februar 2024 in Sachen *Aluflexpack AG*, Rz. 12 ff.

29 Verfügung 864/01 vom 12. Februar 2024 in Sachen *Aluflexpack AG*, Rz. 49 ff.

30 Verfügung 864/01 vom 12. Februar 2024 in Sachen *Aluflexpack AG*, Rz. 60 ff.

31 Verfügung 864/01 vom 12. Februar 2024 in Sachen *Aluflexpack AG*, Rz. 80 ff.

denn, der anlässlich eines allfälligen vorausgegangenen Erwerbs bezahlte Preis sei höher (Art. 43 FinfraV-FINMA).

Sind die Aktien hingegen nicht liquide, kann nicht auf den Börsenkurs abgestellt werden. Der Börsenkurs ist diesfalls keine verlässliche Referenzgrösse für den wahren Wert der Aktie, weshalb eine Unternehmensbewertung durch eine Prüfstelle nötig wird (Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA).

Im Gesetz und den dazu ergangenen Verordnungen finden sich keine weiteren Angaben im Hinblick auf eine eigentliche Definition der Liquidität einer Aktie. Die UEK hat diese Lücke jedoch mit dem Erlass des UEK-Rundschreibens Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 (UEK-RS Nr. 2) geschlossen, welches auf Grundlage eines Expertenberichts erarbeitet worden war und die Schwächen früherer Regelungen beseitigen sollte.

Vor Erlass des UEK-RS Nr. 2 durch die UEK wurde die Liquidität nach freiem Ermessen beurteilt bzw. es gelangten – z.B. auf Basis der Mitteilung Nr. 2 vom 3. September 2007[32] – einfachere Regelungen zu deren Berechnung zur Anwendung, welche aber alle schwankungsanfällig waren oder Raum für Manipulationen durch die an der Übernahme beteiligten Parteien boten.[33]

Wie sieht nun aber das Liquiditätskriterium gemäss UEK-RS Nr. 2 konkret aus? In Rz. 3 des UEK-RS Nr. 2 findet sich folgende Definition: «*Ein Beteiligungspapier […] gilt als liquid im Sinne von Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.*»

Nach Rz. 7 des UEK-RS Nr. 2 gilt weiter: «*Ist das Beteiligungspapier an mehreren Börsen kotiert oder wird es auf mehreren Handelslinien oder an mehreren Börsen gehandelt, so werden die Volumen aller börslichen Transaktionen gesamthaft berücksichtigt.*»

Gemäss der Praxis der UEK dürfen bei der Berechnung der Liquidität im Sinne der zitierten Bestimmungen die Handelsvolumen von inländischen und *ausländischen* Börsen berücksichtigt werden.

Im Fall Aluflexpack[34] waren die an den Schweizer Börsen (SIX Swiss Exchange AG sowie BX Swiss AG) erzielten Handelsvolumen zu gering, um das massgeb-

---

32 Siehe dazu auch die Rechtsgrundlagen der UEK, abrufbar unter <https://www.takeover.ch/legaltexts>.

33 Vgl. dazu auch die Ausführungen bei Gericke/Wiedmer, Art. 8, Kommentar UEV, Rz. 30.

34 Verfügung 864/02 vom 27. März 2024 in Sachen *Aluflexpack* AG, Rz. 18 ff.

liche Liquiditätskriterium gemäss UEK-RS Nr. 2 zu erfüllen. Indem die Anbieterin aber zusätzliche Handelsvolumen der Aluflexpack-Aktie an zwei weiteren ausländischen Börsen nachweisen konnte, gelang es ihr schliesslich doch, das Liquiditätskriterium gemäss UEK-RS Nr. 2 zu erfüllen. Die Aluflexpack-Aktie galt somit als liquide und der Börsenkurs der Aktie konnte mit Blick auf die Mindestpreisregel zur Anwendung gelangen.

In der Folge des Falles Aluflexpack stellt sich die Frage, ob die Beschränkung des UEK-RS Nr. 2 auf börsliche Transaktionen zu eng ist und die Bestimmung nicht auch auf sog. multilaterale Handelssysteme i.S.v. Art. 26 Bst. c FinfraG (MTF)[35] ausgedehnt werden sollte (d.h. Berücksichtigung der Handelsvolumen an MTF). Dies vor dem Hintergrund, dass MTF und Börsen sich im Wesentlichen nur darin unterscheiden, dass an Börsen Effekten zusätzlich auch kotiert werden können.[36] Trotz dieses Umstandes erscheint eine Anpassung von UEK-RS Nr. 2 jedenfalls gegenwärtig nicht als angezeigt, insbesondere aus den folgenden Gründen:

- *Die aktuelle Regelung des UEK-RS Nr. 2 hat sich bewährt*: Die Praxis hat gezeigt, dass gestützt auf das UEK-RS Nr. 2 die Liquidität eines Beteiligungspapiers in aller Regel klar festgestellt werden kann.
- *Der Einbezug von Handelsvolumen der MTF würde in den meisten Fällen nichts an der Liquiditätsbeurteilung ändern*: An MTF werden überwiegend Titel gehandelt, die auch anhand der börslichen Abschlüsse als liquid im Sinne des UEK-RS Nr. 2 zu betrachten sind.
- *Aufweichung des Schutzzwecks des UEK-RS Nr. 2 nicht wünschbar*: Mit einer zusätzlichen Berücksichtigung von MTF wären in der Tendenz noch mehr Titel liquide als ohnehin schon und müssten daher nicht bewertet werden. Eine solche Lockerung des UEK-RS Nr. 2 scheint mit Blick auf dessen Schutzzweck nicht wünschbar.
- *Auslegung spricht gegen MTF*: Sodann spricht auch eine Auslegung[37] der Bestimmungen des UEK-RS Nr. 2 gegen eine Berücksichtigung der Handelsvolumen von MTF. Eine allfällige Anpassung des UEK-RS Nr. 2 sollte (wenn überhaupt) nur zusammen mit einer Anpassung von Art. 42 FinfraV-FINMA erfolgen. Das UEK-RS Nr. 2 ist gestützt auf den (heutigen) Art. 42 FinfraV-

---

35 In der Schweiz gibt es derzeit nur eine solche bewilligte Einrichtung, die SIX Repo AG; vgl. dazu die von der FINMA bewilligten und anerkannten Finanzmarktinfrastrukturen (inkl. Handelsplätze) sowie ausländischen Teilnehmer, abrufbar unter <https://www.finma.ch/de/bewilligung/finanzmarktinfrastrukturen-und-ausländische-teilnehmer/>.

36 Börse i.S.v. Art. 26 Bst. b FinfraG: eine Einrichtung zum multilateralen Handel von Effekten, an der Effekten kotiert werden und die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Teilnehmern sowie den Vertragsabschluss nach nicht-diskretionären Regeln bezweckt.

37 V.a. in historischer oder systematischer Hinsicht.

FINMA ergangen. Diese Bestimmung basiert wiederum auf Art. 135 FinfraG. In beiden Bestimmungen geht es darum, ob der *Börsen*kurs für die Ermittlung des Preises herangezogen werden darf. Konsequenterweise sollte die Vorfrage der Beurteilung der Liquidität eines Titels im UEK-RS Nr. 2 ebenfalls nur anhand von *Börsen*geschäften beantwortet werden.

– *Praktische Gesichtspunkte*: Die konkrete Ermittlung der Handelsvolumen von MTF würde neue Fragen aufwerfen (wer qualifiziert als MTF, wie lassen sich die Volumina an MTF im Einzelfall ermitteln etc.) und damit zumindest vorübergehend zu Unsicherheit führen.

3. Wettbewerbsbedingung

Im Fall Aluflexpack[38] machte die Anbieterin ihr Angebot von einer neuartigen, bis zum Vollzug des Angebots gültigen Wettbewerbsbedingung abhängig. Diese sah vor, dass das Übernahmeangebot von allen zuständigen Instanzen (d.h. [Wettbewerbs-]Behörden, Gerichten etc.) bewilligt oder freigegeben und insbesondere nicht an eine sog. *«wesentliche Abhilfemassnahme»* geknüpft werde.

Die *«wesentliche Abhilfemassnahme»* definierte sich in diesem Zusammenhang als *«jede Bedingung, Veräusserung, Einschränkung oder Verpflichtung in Bezug auf sämtliche mit der Anbieterin verbundenen Unternehmen und/oder von One Rock Capital Partners verwalteten und beratenen Investmentfonds und deren Portfoliogesellschaften, mit Ausnahme sämtlicher zum [Fund IV] gehörenden Portfoliogesellschaften (umfassend die Anbieterin, Constantia [...] und deren Tochtergesellschaften).»*

Die UEK akzeptierte die Angebotsbedingung, weil die Anbieterin mit Hilfe eines Gutachtens von U.S. Anwälten aufzeigen konnte, dass die *Private Equity*-Beteiligungsgesellschaft One Rock Capital Partners LLC nicht nur den erwähnten *Fund IV* verwaltete und beriet, sondern eine Vielzahl verschiedener, rechtlich und wirtschaftlich eigenständiger Fonds mit je unterschiedlicher Investorenbasis, und dass sie mit Blick auf jeden dieser unterschiedlichen Fonds einer aufsichtsrechtlichen Sorgfalts- und Treuepflicht resultierend aus dem U.S. Investment Advisers Act unterlag.

Vor diesem Hintergrund konnte die Anbieterin gegenüber der UEK nachweisen, dass die Wettbewerbsbedingung notwendig war, um die potentielle Verletzung einer gesetzlich statuierten Sorgfalts- und Treuepflicht auszuschliessen. Die Wettbewerbsbedingung war somit sachlich gerechtfertigt bzw. die

[38] Verfügung 864/01 vom 12. Februar 2024 in Sachen *Aluflexpack* AG, Rz. 12 ff.

Anbieterin hatte ein begründetes Interesse an dieser Bedingung. Die weiteren Voraussetzungen für die Zulässigkeit einer Bedingung gemäss Art. 13 UEV und der Praxis der UEK waren ebenfalls erfüllt.

4. Warranty & Indemnity Versicherung / Nebenleistungen

Nebenleistungen i.S.v. Art. 43 Abs. 4 FinfraV-FINMA sind grundsätzlich zusätzliche geldwerte Leistungen gegenüber einzelnen Aktionären, welche diesen über den Angebotspreis hinaus ausgerichtet werden. Damit werden einzelne Personen gegenüber den herkömmlichen Angebotsempfängern begünstigt.

Wie eingangs erwähnt,[39] wollte die Anbieterin vorliegend zwei Mehrheitsaktionären der Zielgesellschaft gestützt auf einen Aktienkaufvertrag eine Beteiligung von rund 60% der Aluflexpack-Aktien abkaufen.[40]

Die Anbieterin konnte gegenüber der UEK mittels einer Analyse der Nebenleistungen sowie einer Beurteilung der Nebenleistungen durch die Prüfstelle darlegen, dass der Aktienkaufvertrag keine wesentlichen Nebenleistungen zugunsten der Mehrheitsaktionäre enthielt.

Besondere Beachtung verdiente in diesem Zusammenhang auch eine im Aktienkaufvertrag enthaltene sog. *Warranty & Indemnity* Versicherung (zu Deutsch: Garantie- und Schadloshaltungsversicherung).

Es handelt sich dabei um eine Versicherung, die potenzielle finanzielle Verluste abfedern soll, die aus Verstössen gegen vertraglich vereinbarte Garantien oder aus bestimmten Haftungsrisiken resultieren können. Z.B. gibt der Verkäufer gegenüber dem Käufer oft Garantien über den Zustand des Unternehmens ab, namentlich zu den Finanzen oder rechtlichen Verpflichtungen. Stellen sich diese Garantien als unzutreffend heraus (z.B. versteckte Verbindlichkeiten oder Rechtsstreitigkeiten), dann kann der Käufer auf Basis der Versicherung Schadenersatz fordern.

Die Anbieterin und deren Prüfstelle konnten aufzeigen, dass (i) die vorliegende käuferseitige Versicherung[41] bei vergleichbaren Transaktionen typischerweise abgeschlossen werde,[42] dass (ii) die Prämie dabei regelmässig vom Käufer (*in casu* also der Anbieterin) getragen werde und dass (iii) die Versicherung vorlie-

---

39 Siehe dazu III.1.

40 Verfügung 864/01 vom 12. Februar 2024 in Sachen *Aluflexpack* AG, Rz. 49 ff.

41 Sog. *buy-side-policy*: Der Käufer versichert sich gegen Verluste, die durch Verstösse gegen die Garantien des Verkäufers entstehen.

42 Verkäuferseitige Policen sind gemäss den Ausführungen der Anbieterin kaum mehr auf dem Markt anzutreffen.

gend auch überwiegend im Interesse des Käufers (*in casu* also der Anbieterin) abgeschlossen worden sei.

Somit konnte die Regelung betreffend die *Warranty & Indemnity* Versicherung im Aktienkaufvertrag als vertragstypische, im (eigenen) Interesse des Käufers abgeschlossene Leistung qualifiziert werden. Eine zusätzliche (Neben-)Leistung an die verkaufenden Mehrheitsaktionäre erfolgte dadurch nicht.

5. Vollzugsaufschub

Im Fall Aluflexpack gestattete die UEK[43] der Anbieterin, den Vollzug des Übernahmeangebots um bis zu 12 Monate seit Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung[44] aufschieben zu können, sofern dies mangels erfüllter Angebotsbedingungen – im Wesentlichen ging es hier um die Wettbewerbsbedingung und entsprechende regulatorische Freigaben – notwendig sei.[45]

Die Behörde gab der Anbieterin damit *ex ante* grünes Licht für einen Aufschub des Vollzugs über die gemäss Praxis der UEK üblichen vier Monate nach Ablauf der Nachfrist auf der Basis eines entsprechenden Vorbehalts im Angebotsprospekt hinaus.

Die UEK folgte dem Antrag auf einen 12-monatigen Vollzugsaufschub u.a. mit der Begründung, dass dadurch ein Gleichlauf des Übernahmeangebots mit dem Aktienkaufvertrag mit den Mehrheitsaktionären ermöglicht werde. Die Transaktionsvereinbarung und der Aktienkaufvertrag wurden am gleichen Tag unterzeichnet und sowohl das Übernahmeangebot als auch der Aktienkaufvertrag waren auf die notwendigen regulatorischen Freigaben bedingt, wobei der Aktienkaufvertrag ein sog. *Long Stop Date*[46] von 12 Monaten nach dessen Unterzeichnung vorsah.

Auch stellte die UEK grundsätzlich fest, dass die Anbieterin nicht verpflichtet war, den Vollzug des Übernahmeangebots länger als 12 Monate nach dem Datum der Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung aufzuschieben, sofern sich das Angebot nach Ablauf von 12 Monaten nicht zu äquivalenten bzw. vergleichbaren Konditionen weiterfinanzieren liesse. In diesem eingeschränkten

---

43 Verfügung 864/01 vom 12. Februar 2024 in Sachen *Aluflexpack* AG, Rz. 60 ff.

44 Die Transaktionsvereinbarung sollte – wie dies üblicherweise der Fall ist – einen Tag vor Publikation der Voranmeldung unterzeichnet werden.

45 Es ging mit anderen Worten um einen Vollzugsaufschub des Angebots um bis zu 12 Monate nach dem Datum der Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung zwecks Erhalts der relevanten Freistellungen.

46 Vollzug des Aktienkaufvertrags, wenn die darin vorgesehenen Vollzugsbedingungen innerhalb von 12 Monaten nach Unterzeichnung des Aktienkaufvertrags erfüllt sind.

Sinne handelte es sich damit nach Ansicht der UEK auch um einen maximalen Vollzugsaufschub.[47]

6. Preisanpassungsmechanismus

Schliesslich enthielt das Übernahmeangebot auf Aluflexpack einen sehr komplexen, ausgeklügelten Preisanpassungsmechanismus, der Erhöhungen des Angebotspreises für den Fall vorsah, dass bestimmte Auflagen (z.B. die Veräusserung von Geschäftsteilen) durch zuständige Instanzen (Wettbewerbsbehörden etc.) entweder ganz ausblieben oder gering ausfielen.

Die UEK akzeptierte den Preisanpassungsmechanismus trotz seiner Komplexität, da er an hinreichend klare, objektiv feststellbare Kriterien geknüpft war.[48]

IV. Der Fall GAM

1. Ausgangslage

Im Fall GAM lancierte die britische Fondsverwaltungsgesellschaft Liontrust (Liontrust oder Vollanbieterin) im Jahr 2023 via Voranmeldung ein Tauschangebot (Vollangebot) auf alle ausstehenden Aktien des Vermögensverwalters GAM Holding AG (GAM oder Zielgesellschaft).

Kurz nachdem Liontrust die Voranmeldung zum Vollangebot veröffentlicht hatte, erhob Rock Investment SAS, eine französische, von Xavier Niel kontrollierte Gesellschaft, bei der UEK Einsprache gegen die erste zum Vollangebot von Liontrust erlassene Verfügung 844/01 vom 21. April 2023 i.S. *GAM Holding AG*.[49] Die Einsprache wurde in der Verfügung 844/02 vom 5. Juni 2023 i.S. *GAM Holding AG*[50] behandelt. Parallel zur Einsprache wandte sich Rock Investment SAS auch an die Medien und kritisierte das Vollangebot von Liontrust: Rock Investment SAS bemängelte dabei u.a., dass der im Rahmen des Vollangebots gebotene Angebotspreis praktisch nur dem Mindestpreis entspreche und damit

---

47 Keine Pflicht für einen über 12 Monate hinausgehenden Vollzugsaufschub, es sei denn, das Angebot lässt sich zu vergleichbaren Konditionen finanzieren.

48 Verfügung 864/01 vom 12. Februar 2024 in Sachen *Aluflexpack AG*, Rz. 80 ff.

49 In der Verfügung 844/01 vom 21. April 2023 in Sachen *GAM Holding AG* ging es inhaltlich um die Klärung von Vorfragen zum Vollangebot von Liontrust.

50 Im Rahmen der Verfügung 844/02 vom 5. Juni 2023 in Sachen *GAM Holding AG* entschied die UEK über die Einsprache von Rock Investment SAS.

keine Prämie beinhalte. Auch wurde argumentiert, dass sich GAM erfolgreich restrukturieren liesse und wieder profitabel werden könne.

Zusätzlich wurde über Newgame SA (Newgame oder Teilanbieterin)[51] – während laufender Angebotsfrist des Vollangebots[52] von Liontrust – ein Teilangebot in bar auf 17.5% der Stimmrechte der Zielgesellschaft (Teilangebot) zu einem zu diesem Zeitpunkt ca. 30% höheren Angebotspreis als jenem des Vollangebots lanciert.

Weder die Vollanbieterin noch die Teilanbieterin erachteten das Teilangebot dabei als Konkurrenzangebot i.S.v. Art. 133 FinfraG i.V.m. Art. 48 ff. UEV. Die UEK behandelte das Teilangebot – gestützt auf die im Rahmen der Verfügung 477/04 vom 2. August 2011 i.S. *Absolute Private Equity AG*, Rz. 4 ff. und 10 f. rund 12 Jahre zuvor etablierte Praxis – als sog. selbständiges Angebot.[53]

Nach Ablauf einer mehrmals verlängerten Angebotsfrist erklärte Liontrust das Vollangebot anlässlich der Publikation des definitiven Zwischenergebnisses schliesslich als nicht zustande gekommen, da nur rund 33% aller ausstehenden Aktien der Zielgesellschaft ins Vollangebot angedient worden waren. Die angepeilte 66 ⅔%-Mindestannahmequote – eine Bedingung des Vollangebots – war nicht erreicht worden.

Mit Wegfall des Vollangebots blieb nur noch das Teilangebot von Newgame ausstehend, welches am 12. Januar 2024 vollzogen wurde. Im Rahmen der Verfügung 853/01 vom 31. August 2023 i.S. *GAM Holding AG* wurde das Teilangebot von der UEK nachträglich überprüft. Dabei stellte die UEK u.a. fest, dass das Teilangebot von Newgame schon deshalb kein konkurrierendes Angebot i.S.v. Art. 133 FinfraG i.V.m. Art. 48 ff. UEV sei, weil zu diesem Zeitpunkt nur noch ein Angebot vorlag.

2. Qualifikation eines Teilangebots, das als Reaktion auf ein Vollangebot lanciert wird

Im Kontext des Falles GAM stellte sich die Frage, wie ein als Reaktion auf ein Vollangebot lanciertes Teilangebot zu qualifizieren ist. Die Qualifikation als selbständiges Angebot stützte sich auf die Verfügung 477/04 vom 2. August

---

51 Newgame — als Teil der sog. Investorengruppe Newgame-Bruellan, welche zu diesem Zeitpunkt 9.6% der GAM-Aktien hielt oder ausüben konnte — wurde am 23. März 2023 gegründet, um in GAM zu investieren. Die Mehrheit der Aktien von Newgame wurde von der von Xavier Niel kontrollierten Rock Investment SAS gehalten (vgl. zum Ganzen auch die Verfügung 853/01 vom 31. August 2023 i.S. *GAM Holding AG*, Sachverhalt Bst. D).

52 Die Angebotsfrist des Vollangebots wurde im weiteren Verlauf mehrmals verlängert.

53 Auch *eigenständiges* Angebot.

2011 i.S. *Absolute Private Equity AG*.[54] Allerdings war der rund 12 Jahre alte Entscheid in der Lehre teilweise kritisiert worden.[55]

Es gibt grundsätzlich drei Varianten, wie man ein in Reaktion auf ein Vollangebot lanciertes Teilangebot interpretieren kann: Variante a) Teilangebot als selbständiges Angebot, Variante b) Teilangebot als Konkurrenzangebot, Variante c) Teilangebot als missbräuchliches Angebot.

a) Teilangebot als selbständiges Angebot

Das Teilangebot stellt nach dieser Auffassung ein selbständiges Angebot dar, welches eigenständig neben dem Vollangebot abläuft. Die Qualifikation als selbständiges Angebot entspricht der aktuellen Praxis.[56]

Die Variante 1 – das Teilangebot wird als selbständiges Angebot qualifiziert – zeichnet sich zum einen dadurch aus, dass das *Vollangebot (zwingend) vor dem Teilangebot* abläuft. Mit anderen Worten darf die Angebotsfrist des Teilangebots erst nach dem Ende der Angebotsfrist des Vollangebots beginnen, wenn feststeht, ob das Vollangebot zustande gekommen ist oder nicht.[57] Die zeitliche Koordination erfolgt dabei entweder über eine entsprechende Anordnung der UEK in einer Verfügung, wie das beim Fall Absolute Private Equity im Jahr 2011 der Fall war,[58] oder sie erfolgt auf freiwilliger Basis, wie es sich beim jüngsten Fall GAM verhielt. Zum anderen – dies ist das zweite wesentliche Merkmal des selbständigen Angebots – haben die *Angebotsempfänger kein Widerrufsrecht* wie es die Regeln für Konkurrenzangebote (Art. 51 Abs. 2 UEV) vorsehen. Ein Widerrufsrecht ist für diesen Fall aber auch nicht weiter erforderlich, weil die Aktionäre, welche ihre Aktien bereits ins Vollangebot angedient haben, bei Scheitern des Vollangebots ins Teilangebot andienen können.[59]

Für die Qualifikation als selbständiges Angebot spricht die Tatsache, dass das Vollangebot und das Teilangebot verschiedene Zwecke verfolgen. Der Vollanbieter möchte die Kontrolle über die Zielgesellschaft, während der Teilanbieter lediglich eine Beteiligung als Minderheitsaktionär anstrebt. Da die Regeln für Konkurrenzangebote primär auf eine wertmaximierende Versteigerung

---

54 Verfügung 477/04 vom 2. August 2011 in Sachen *Absolute Private Equity AG*, Rz. 4 ff. und 10 f.

55 Vgl. zum Ganzen Gaberthüel, 105 ff., welcher die Teilanbieterin damals im Fall Absolute Private Equity AG vertreten hat.

56 Wenn man angesichts der wenigen und seltenen Fälle, die zudem alle auch Eigenheiten aufwiesen, überhaupt von einer eigentlichen Praxis sprechen kann.

57 Die Bekanntgabe, ob ein Angebot zustande gekommen ist, oder nicht, erfolgt via Publikation des definitiven Zwischenergebnisses (Art. 13 Abs. 5 UEV).

58 Verfügung 477/04 vom 2. August 2011 in Sachen *Absolute Private Equity AG*, Rz. 19 f.

59 Als Folge davon, dass das Teilangebot erst nach dem Vollangebot beginnen darf.

der Zielgesellschaft abzielen, erscheinen sie ungeeignet, wenn sich ein Voll- und ein Teilangebot gegenüberstehen. In einer solchen Konstellation können die Angebotsempfänger nicht frei zwischen den beiden Angeboten entscheiden, weil sie sich in einem Dilemma befinden. Entweder können sie (zu einem höheren Preis) ins Teilangebot andienen, mit dem Risiko, nicht voll verkaufen zu können, oder sie können (zu einem tieferen Preis) ins Vollangebot andienen. Eine Möglichkeit, die im Teilangebot nicht berücksichtigten Andienungen (nachträglich) ins Vollangebot anzudienen, gibt es aufgrund der gleichlaufenden Fristen bei Konkurrenzangeboten nicht. Dieses Dilemma mildert sich, wenn der Aktionär über das Zwischenergebnis des (früheren) Vollangebots Kenntnis hat. Kommt das Vollangebot zustande, hat der Aktionär die Gewissheit, dass er seine Aktien vollumfänglich andienen kann. Andernfalls kann er seine Aktien in einem zweiten Schritt ins (spätere) Teilangebot andienen.

b) Teilangebot als Konkurrenzangebot

Das Teilangebot wird nach der zweiten Auffassung als Konkurrenzangebot betrachtet, was zur Anwendung der entsprechenden Regelungen für Konkurrenzangebote in Gesetz und Verordnungen (d.h. Art. 133 FinfraG, Art. 48 ff. UEV) führt.[60]

Über die anwendbaren Regeln für Konkurrenzangebote (Art. 51 Abs. 1 UEV) wird sichergestellt, dass (i) das *Vollangebot und das Teilangebot gleichzeitig enden* und dass (ii) die *Aktionäre ein jederzeitiges Widerrufsrecht* haben. Da das Vollangebot aber gleichzeitig wie das Teilangebot endet, ist es hier nicht möglich, im Teilangebot nicht berücksichtigte Andienungen nachträglich im Vollangebot anzudienen.

Für die Qualifikation als Konkurrenzangebot wird argumentiert, dass Konkurrenzangebote nicht immer auf Erlangung der Unternehmenskontrolle abzielten und der Gesetzeswortlaut von Art. 48 Abs. 1 UEV neutral von «*Angeboten*» spreche und damit nicht zwischen Voll- und Teilangeboten unterscheide. Mit der Qualifikation des Teilangebots als selbständiges Angebot würden ausserdem das Prinzip der Wahlfreiheit und das Prinzip der Gleichbehandlung verletzt, welche generell für alle Angebote gelten sollten (d.h. keine Wahlfreiheit i.S.v. Art. 48 Abs. 4 UEV). Schliesslich könne man angesichts einer blossen Wahlmöglichkeit auch nicht von einem Dilemma sprechen.[61] Die UEK ist diesen Argumenten in ihrer bisherigen Praxis nicht gefolgt.

---

60 Ein Teil der Lehre hatte sich insbesondere beim damaligen (Präzedenz-)Fall «*Absolute Private Equity*» dafür ausgesprochen, allen voran Gaberthüel, 105 ff.

61 Gaberthüel, 105 ff.

c) Teilangebot als missbräuchliches Angebot

Das Teilangebot wird in dieser Variante als missbräuchliches und damit gänzlich unzulässiges Angebot qualifiziert.

Missbräuchlich[62] dürfte ein Teilangebot allerdings nur in seltenen Fällen sein, insbesondere dann, wenn es in Reaktion auf ein Vollangebot *nur* oder *im Wesentlichen nur* lanciert wird, um das Vollangebot zum Scheitern zu bringen. Das Teilangebot hat in diesen Konstellationen einzig zum Ziel, das Vollangebot zu verhindern.[63]

Beim Fall Absolute Private Equity im Jahr 2011 erachtete die Vollanbieterin das sehr spät lancierte Teilangebot auf 20% der Aktien mit einem minimalen Aufpreis zum Vollangebot (+0.54%) als missbräuchlich, da dessen Ziel nicht primär ein Beteiligungserwerb sei, sondern die Desorientierung der Angebotsempfänger und damit die Störung des Übernahmeprozesses. Die UEK folge dieser Argumentation der Vollanbieterin nicht und erachtete das Angebot als zulässig.[64]

Die Frage, unter welchen Umständen ein Teilangebot missbräuchlich ist, ist einzelfallweise zu beurteilen. In der Lehre werden verschiedene Anhaltspunkte genannt, welche auf ein missbräuchliches Angebot hindeuten sollen (z.B. Teilangebot dient lediglich der Verunsicherung und Verzögerung oder dem Aufbau einer Sperrminorität zwecks Verhinderung von Kraftloserklärungsverfahren oder *Squeeze out*-Fusion; der Gegenstand des Teilangebots ist gering [2%, 5%, …?] und zielt auf eine Beteiligung ab, die sich ebenso gut direkt über die Börse erwerben liesse).

V. Meldepflicht: Eine kurze Einordnung

1. Vorbemerkung

Fragen zum Thema Meldepflicht während laufenden Übernahmeangeboten gehen regelmässig bei der UEK ein: Das Thema Meldepflicht ist ein eigentlicher Dauerbrenner. Dabei geht es zumeist um die Meldung gemäss Art. 134

---

62 Der Rechtsgrundsatz der Missbräuchlichkeit verbietet – basierend auf dem Grundsatz von Treu und Glauben (Art. 2 des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 10. Dezember 1907 [ZGB, SR 210]) – die Ausübung eines Rechts in einer Weise, die den Sinn und Zweck dieses Rechts verfehlt oder Dritte unverhältnismässig schädigt.

63 Frage: «*Bezweckt das in Reaktion auf das Vollangebot lancierte Teilangebot primär, das Vollangebot zu versenken (Torpedo)?*».

64 Verfügung 477/04 vom 2. August 2011 in Sachen *Absolute Private Equity* AG, Rz. 10 f.

FinfraG.[65] Manchmal stellen sich aber auch Abgrenzungsfragen im Hinblick auf die Meldepflicht gemäss Art. 120 FinfraG.[66]

Bereits eine rudimentäre Gegenüberstellung der Grundzüge der Regelungen beider Meldepflichten – nach Art. 120 FinfraG sowie nach Art. 134 FinfraG – lässt erkennen, dass die Materie komplex ist. Das gilt sowohl für die Meldepflicht nach Art. 120 FinfraG als auch für die das Übernahmerecht betreffende Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG.

2. Regelung der Meldepflichten

Die geltende Regelung der Meldepflichten in Gesetz und Verordnungen ist stark auslegungsbedürftig.[67] Es stellen sich somit (insbesondere in der Abgrenzung der beiden Meldepflichten) die folgenden Fragen:

- Gilt die Abgrenzungsnorm des Art. 20 FinfraV-FINMA auch für die Zielgesellschaft und welche Vorgänge (bspw. aus Art. 16 FinfraV-FINMA; Gruppenbildung etc.) sind davon ungeachtet parallel nach Art. 120 FinfraG zu melden?
- Wie ist der Verweis im Art. 40 UEV («*Die Art. 10-19 FinfraV-FINMA sind auf die Meldepflicht nach Art. 38 ff. UEV sinngemäss anwendbar.*») zu verstehen?
- Gilt das Privileg der Gruppenmeldung (Art. 134 Abs. 2 FinfraG) nur für den Anbieter und die mit diesem in gemeinsamer Absprache handelnden Personen?
- Wie ist die strafrechtliche Sanktionsnorm des Art. 151 FinfraG zu verstehen? Gilt deren Absatz 1 mit Blick auf vorsätzliche Verstösse nur für Inhaber einer qualifizierten Beteiligung an der Zielgesellschaft oder auch für den Anbieter und die Zielgesellschaft? Und wer gehört zum Täterkreis von Absatz 2 mit Blick auf fahrlässige Verstösse bzw. was ist hier unter einem Verstoss überhaupt zu verstehen (Nicht-, Falschmeldung, verspätete Meldung)?[68]

Vorliegend kann nicht auf die gesamte Palette dieser Fragen eingegangen werden. Der Beitrag beschränkt sich auf einige Klarstellungen und praktische Tipps.

---

65 Übernahmerechtliche Meldepflicht, welche einzelne Transaktionen im Visier hat.

66 Börsenrechtliche Meldepflicht, welche Beteiligungen ins Auge fasst.

67 Vgl. zum Ganzen auch Gericke/Wiedmer, Art. 38 ff, Kommentar UEV; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 749 ff.

68 Es stellt sich die Frage, was diese Unwägbarkeiten vor dem Hintergrund des strafrechtlichen Grundsatzes *nulla poena sine lege stricte* in Bezug auf den Art. 151 FinfraG bedeuten.

3. Klarstellungen

Ungeachtet der zahlreichen offenen Fragen gibt es einige Fragestellungen, die hinreichend geklärt sind:

- Meldepflichtig nach Art. 134 FinfraG ist (auch), wer Beteiligungsderivate i.S.v. Art. 2 Bst. b UEV i.V.m. Art. 15 FinfraV-FINMA im meldepflichtigen Umfang (d.h. ≥ 3% der Stimmrechte) hält.[69]
- Meldepflichtig nach Art. 134 FinfraG ist (auch), wer die Schwelle von 3% der Stimmrechte erst(mals) nach Lancierung eines Übernahmeangebots tangiert.
- Nach Auffassung der UEK, SIX-OLS und BX-OLS gelten während eines Übernahmeangebots – unabhängig von der Art des meldepflichtigen Sachverhalts – mit Blick auf den von dieser Bestimmung erfassten Personenkreis ausschliesslich die von der UEK gestützt auf Art. 134 Abs. 5 FinfraG erlassenen Meldepflichten (Art. 20 FinfraV-FINMA). Eine parallele Anwendung der Meldepflichten nach Art. 120 FinfraG findet nicht statt. Der meldepflichtigen Person steht es frei, zusätzlich zu den Meldungen gemäss Vorgaben der UEK auch Meldungen nach Art. 120 ff. FinfraG zu erstatten, welche als freiwillige Meldungen gelten.

4. Praktische Tipps

Vor dem Hintergrund, dass die UEK im Rahmen ihrer Anzeigepflichten kein eigenes Ermessen hat und jeden potentiellen Verstoss gegen die Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG zwingend beim Eidgenössischen Finanzdepartement (EFD) anzeigen muss, wird empfohlen, das Sekretariat der UEK frühzeitig zu involvieren, wenn eine Meldung Schwierigkeiten bereitet. Weiter ist es im Zweifel besser, einmal zu viel zu melden als einmal zu wenig oder eine Meldung auch einmal nach Art. 120 *und* 134 FinfraG zu erstatten. Vor dem Hintergrund, dass der grösste Teil aller Anzeigen zu spät eingegangene Meldungen betrifft, ist schliesslich darauf hinzuweisen, dass stets vor 12.00 Uhr am der Transaktion folgenden Börsentag Meldung bei der UEK und bei der zuständigen Offenlegungsstelle zu erstatten ist (Art. 42 UEV). Sollte dies aus irgendwelchen Gründen nicht möglich sein, so ist der verspätete Eingang einer Meldung der UEK zumindest vorab anzukündigen.

---

[69] Vgl. die unter dem Link <https://www.takeover.ch/news> abrufbare Mitteilung vom 10. April 2018.

VI. FinfraG-Review

1. Übersicht

Das FinfraG ist ein junges Gesetz. Es umfasst die wesentlichen Eckpfeiler der schweizerischen Finanzmarktinfrastrukturregulierung und hat damit partiell das BEHG abgelöst.[70] Zusätzlich beinhaltet es die international abgestimmten Regeln über Meldepflichten im Derivatehandel.[71] Bereits bei seinem Inkrafttreten per 1. Januar 2016 kündete der Bundesrat eine Überprüfung der Regulierung nach fünf Jahren an.[72] Um dieser Ankündigung Folge zu leisten, beauftragte das EFD PwC mit der Erstellung einer Studie zur Evaluation des FinfraG.[73] Gestützt auf die Studienergebnisse erstellte das EFD selbst einen Evaluationsbericht und unterbreitete diesen sog. FinfraG-Review im September 2022 dem Bundesrat.[74] Gemäss FinfraG-Review habe sich das FinfraG mehrheitlich bewährt. In verschiedenen Bereichen – u.a. auch im Übernahmerecht – stellte das EFD aber Anpassungsbedarf fest. Der Bundesrat beauftragte das EFD mit der Erarbeitung einer Vernehmlassungsvorlage bis Mitte 2024.

Im März 2023 – und damit noch vor der Vorlage – nahm der Bundesrat Stellung zur parlamentarischen Initiative 18.489 «Finanzmarktinfrastrukturgesetz. Bestrafung im Fall von unwahren oder unvollständigen Angaben in öffentlichen Kaufangeboten». Er unterstützte die Schaffung einer entsprechenden neuen Strafbestimmung.[75] Diese neue Bestimmung wurde durch das Parlament bereits im 2023 verabschiedet[76] und ist seit dem 1. Februar 2024 als neuer Art. 152*a* FinfraG in Kraft.

---

70 Botschaft des Bundesrates vom 3. September 2014 zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG), BBl 2014 7483, 7483, 7500 und 7607.

71 BBl 2014, 7485.

72 Siehe dazu Medienmitteilung des Staatssekretariats für internationale Finanzfragen (SIF) vom 30. Juli 2025, abrufbar unter <https://www.sif.admin.ch/de/finanzmarktinfrastrukturgesetz-finfrag>.

73 Zum Ganzen siehe PricewaterhouseCoopers (PwC), Evaluation of the Financial Market Infrastructure Act (FMIA), Final Report on the Analysis of the Market Conduct in Derivatives Trading Rules vom Oktober 2020.

74 Siehe dazu Eidgenössisches Finanzdepartement (EFD), Evaluation des Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG-Review, Bericht des EFD vom 30. September 2022.

75 Siehe dazu die Stellungnahme des Bundesrates vom 17. März 2023, BBl 2023 723.

76 Vgl. dazu die Änderung des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG) vom 29. September 2023.

Am 19. Juni 2024 wurde die Vernehmlassung zur Änderung des FinfraG eröffnet.[77] Hinsichtlich des Übernahmerechts werden lediglich punktuelle Anpassungen vorgeschlagen. Im Wesentlichen geht es um die Einbindung der DLT-Handelssysteme in das Übernahmerecht, Anpassungen im Bereich der übernahmerechtlichen Meldepflicht, die Schaffung eines Zustelldomizils für ausländische Aktionäre und um die Überprüfung der UEK-Gebührensätze.

2. DLT-Handelssysteme

Die erste Anpassung berücksichtigt die Einführung der neuen Bewilligungskategorie für den Handel mit DLT-Effekten, die sog. DLT-Handelssysteme. Gemäss der Vorlage soll das öffentliche Übernahmerecht auch für Gesellschaften gelten, deren Beteiligungspapiere an einem DLT-Handelssystem kotiert sind.[78] Mit dieser Erweiterung wird dem Umstand Rechnung getragen, dass für DLT-Handelssysteme im Bereich des Marktverhaltens grundsätzlich dieselben Regeln gelten sollen wie für gewöhnliche Börsen. Die Inhaber von DLT-Effekten sollen somit anlässlich von öffentlichen Kaufangeboten einem vergleichbaren Schutz unterstehen wie die Aktionäre von Gesellschaften, welche an einer herkömmlichen Schweizer Börse kotiert sind. Als Folge dieser Anpassung sollen DLT-Handelssysteme auch an der Übernahme der Defizitgarantie zu Gunsten der UEK beteiligt sein.

Die Defizitgarantie ist eine der beiden Finanzierungsquellen der UEK: Die UEK strebt grundsätzlich eine kostendeckende Tätigkeit über die Erhebung von Gebühren an.[79] Die Gebührenhöhe wird dabei durch den Bundesrat festgelegt.[80] Fallen Kosten an, welche nicht durch die Gebühren gedeckt werden können, sind diese nach Art. 126 Abs. 6 FinfraG durch die Börsen zu tragen. Mit dieser Defizitgarantie wird sichergestellt, dass die UEK ihre Tätigkeit auch bei tieferen Gebühreneinnahmen fortführen kann. Angesichts der Abhängigkeit der Gebühreneinnahmen von der Marktentwicklung bildet die Defizitgarantie eine wichtige Voraussetzung für eine kontinuierliche und unabhängige Tätigkeit der UEK. Die Einbindung der DLT-Handelssysteme in diesen Mechanismus erscheint gerechtfertigt.

---

77 Siehe dazu Medienmitteilung des EFD vom 19. Juni 2024, abrufbar unter <https://www.efd.admin.ch/de/nsb?id=101490>.

78 Art. 125 Abs. 1 VE-revFinfraG; EFD, Änderung des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes, Erläuternder Bericht zur Eröffnung des Vernehmlassungsverfahrens vom 19. Juni 2024, S. 46.

79 Art. 126 Abs. 5 FinfraG; Peter/Bovey, Rz. 147; Tschäni/Diem/Gaberthüel Rz. 242.

80 Art. 126 Abs. 5 FinfraG i.V.m. Art. 117 ff. der Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 25. November 2015 (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, FinfraV, SR 958.11).

Die Einzelheiten der Defizitgarantie werden zwischen den Börsen und der UEK vereinbart. Ist keine Einigung möglich, kann der Bundesrat bereits unter geltendem Recht im Rahmen seiner allgemeinen Vollzugskompetenz die Kostenverteilung unter den Börsen regeln. Gemäss Vernehmlassungsvorlage soll diese Kompetenz zur Klarstellung im Gesetz festgehalten werden. Der Bundesrat wird somit auch künftig dann eine Kostenregelung treffen, wenn «in der Praxis unter den Börsen, DLT-Handelssystemen und der UEK keine Einigkeit in Bezug auf die Kostentragung mehr besteht».[81]

3. Meldepflicht

Der zweite Bereich der vorgesehenen Anpassungen betrifft die übernahmerechtliche Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG.[82] Gemäss Vernehmlassungsvorlage soll die Schwelle zur Meldepflicht von drei auf fünf Prozent angehoben werden.[83] Diese Anpassung läuft parallel zur geplanten Schwellenanpassung für die Offenlegung von Beteiligungen nach Art. 120 FinfraG. Die Anpassung hat zur Folge, dass künftig weniger übernahmerechtliche Meldungen erforderlich werden als unter geltendem Recht. Damit ist eine gewisse Erleichterung für die Marktteilnehmer verbunden. Zugleich wirkt sich die Anpassung der Schwellenhöhe auch auf die Möglichkeit der Parteistellung nach Art. 139 Abs. 3 FinfraG aus. Gemäss dieser Norm haben Aktionäre mit mindestens drei Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft unter geltendem Recht ebenfalls Parteistellung, sofern sie diese bei der UEK beanspruchen.[84] Mit der Vernehmlassungsvorlage soll auch dieser Schwellenwert auf fünf Prozent angehoben werden.[85]

Weiter soll auf Gesetzesstufe klargestellt werden, was gestützt auf Art. 20 Abs. 1 FinfraV-FINMA bereits heute gilt: Die offenlegungsrechtliche Meldepflicht nach Art. 120 FinfraG wird während des Übernahmeverfahrens für die übernahmerechtlich meldepflichtigen Personen zugunsten der übernahmerechtlichen Meldepflicht sistiert.[86] Die übernahmerechtlichen Meldungen werden durch die UEK veröffentlicht. Auch dieser Grundsatz soll nun auf Ebene des Gesetzes festgehalten werden.[87] Meldungen nach Art. 120 FinfraG sind gemäss Abs. 2 der Verordnung erst im Nachgang an das Übernahme-

---

81 EFD, Vernehmlassungsbericht 2024, 47.

82 Zur Meldepflicht siehe oben, Abschnitt V.

83 EFD, Vernehmlassungsbericht 2024, 43 und 47.

84 Art. 56 Abs. 3 UEV; Gaberthüel/Tschäni, § 14, BK Aktienrecht, Rz. 35; Vogel/Heiz/Luthiger, Art. 139, OFK FinfraG/BEG, Rz. 12; Gericke/Wiedmer, Art. 56, Kommentar UEV, Rz. 10.

85 EFD, Vernehmlassungsbericht 2024, 47.

86 Zum geltenden Recht siehe oben, Abschnitt V.

87 EFD, Vernehmlassungsbericht 2024, 47. Zur geltenden Rechtslage siehe Art. 43 UEV.

verfahren einzureichen. Gemäss gegenwärtiger Praxis der Offenlegungsstellen steht es den meldepflichtigen Personen jedoch frei, während eines Übernahmeverfahrens zusätzlich zu den übernahmerechtlichen Meldungen gemäss Art. 134 FinfraG auch Meldungen nach Art. 120 ff. FinfraG einzureichen.[88]

Um Missverständnisse auf dem Markt über die Aktualität der börslichen Offenlegungen zu vermeiden, sollen die Börsen *de lege ferenda* zusätzlich verpflichtet werden, auf ihrer Veröffentlichungsplattform auf die Sistierung hinzuweisen.[89] Zusätzlich vereinfacht werden könnte das Meldewesen durch die fortlaufende Meldung an die Börsen auch während der Dauer eines Übernahmeverfahrens. Dieser Vorschlag der UEK wurde jedoch nicht in die Vernehmlassungsvorlage aufgenommen.

4. Zustelldomizil

Die dritte für die UEK relevante Anpassung soll es im Bereich der Verfahrensvorschriften geben. Um ausländische Aktionäre einfacher als Parteien in ein Übernahmeverfahren einbeziehen zu können, sollen diese gemäss dem neuen Art. 122 FinfraG verpflichtet werden, ein Zustellungsdomizil in der Schweiz zu bezeichnen, sofern sie allein oder gemeinsam mit Dritten über mindestens zehn Prozent der Stimmrechte einer Gesellschaft gemäss Art. 120 Abs. 1 FinfraG verfügen. Dieser Vorschlag geht auf den Fall SHL Telemedicine zurück, in welchem die UEK verschiedene Aktionäre als Parteien eines Verfahrens zur Feststellung einer Angebotspflicht kontaktieren wollte.[90] Da die betroffenen Aktionäre nicht in der Schweiz wohnhaft waren, ergaben sich Fragen rund um die Zustellung.[91] Insbesondere enthielt die anwendbare Regelung von Art. 36 Bst. b VwVG keine befriedigende Lösung für das Übernahmerecht.[92] Mit dem neuen Vorschlag soll nun eine unkomplizierte Zustellung in der Schweiz an einem vorgängig durch den Aktionär definierten Zustellungsdomizil ermöglicht werden. Um den Aufwand für die Aktionäre möglichst gering zu halten, soll die Angabe einer elektronischen Zustelladresse gemäss Art. 122 Abs. 2 FinfraG ausreichend sein.

Der Sinn und Zweck dieser neuen Regelung wurde in der Vernehmlassung teilweise hinterfragt. So wurde geltend gemacht, die aufgeführte Konstellation sei sehr selten. Zudem würden sich Fragen rund um den Begriff der elektroni-

88 Vgl. oben, Abschnitt V.3.
89 Art. 134a Abs. 3 VE-revFinfraG.
90 Vgl. dazu Verfügung 672/01 vom 26. Januar 2018 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*
91 Verfügung 672/01 vom 26. Januar 2018 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rz. 6.
92 Verfügung 672/01 vom 26. Januar 2018 in Sachen *SHL Telemedicine Ltd.*, Rz. 7.

schen Zustelladresse stellen. Beide Argumente sind nicht vollständig von der Hand zu weisen. Dennoch sind folgende Punkte zu berücksichtigen:

- Gestützt auf den weiten Geltungsbereich des schweizerischen Übernahmerechts – gemäss Art. 125 Abs. 1 Bst. b FinfraG genügt die partielle Hauptkotierung von Beteiligungspapieren an einer Schweizer Börse – sind die betroffenen Konstellationen nicht ganz so selten, wie zunächst zu vermuten wäre.
- Zudem verliert das Übernahmerecht an Überzeugungskraft, wenn es bereits aufgrund der fehlenden Möglichkeit einer raschen behördlichen Zustellung nicht zur Durchsetzung gelangen kann.
- Mit der Einführung einer elektronischen Zustelladresse wird in der Vorlage eine Lösung vorgeschlagen, die dem schweizerischen Recht bereits bekannt ist.[93] Zusätzlich wird dadurch dem Umstand Rechnung getragen, dass die Kommunikation in Übernahmeverfahren aus Zeitgründen regelmässig per Mail verläuft. Es ist nun am Gesetz- bzw. Verordnungsgeber, die Anforderungen an diese elektronische Zustelladresse im Rahmen der weiteren Arbeiten zu konkretisieren.
- Sollten sich die vorgebrachten Unklarheiten tatsächlich nicht zufriedenstellend beseitigen lassen, müsste das Zustelldomizil i.S.v. Art. 11*b* Abs. 1 VwVG ausgestaltet werden. Gemäss dieser Bestimmung ist als Zustelldomizil eine Adresse in der Schweiz anzugeben,[94] die elektronische Adresse allein genügt dabei nicht.[95]

5. Gebührensätze

Der Vernehmlassungsbericht stellt schliesslich eine Überprüfung der UEK-Gebührensätze auf ihre Angemessenheit hin in Aussicht. Die Gebührensätze der UEK werden durch den Bundesrat bestimmt und sind in Art. 117 ff. FinfraV geregelt. Gemäss Art. 117 Abs. 1 FinfraV erhebt die UEK bei Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots eine Gebühr für die Angebotsprüfung. Die Gebühr wird proportional zum Transaktionswert berechnet und weist ein Mindest- und Höchstvolumen auf. Die Gebühr für andere Verfahren, wie etwa über

---

93 Siehe Art. 11*b* Abs. 2 des Bundesgesetzes über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968 (Verwaltungsverfahrensgesetz, VwVG, SR 172.021), in welchem die elektronische Zustelladresse als Alternative neben dem erforderlichen Zustelldomizil angegeben werden kann.

94 Marantelli-Sonanini/Huber, Art. 11*b*, PK VwVG, Rz. 9; Nyffenegger, Art. 11*b*, Kommentar VwVG, Rz. 4; Kiener/Rütsche/Kuhn, Rz. 294.

95 Marantelli-Sonanini/Huber, Art. 11*b*, PK VwVG, Rz. 12 und 22; Nyffenegger, Art. 11b, Kommentar VwVG, Rz. 12; Wiederkehr/Meyer/Böhme, Art. 11*b*, OFK VwVG, Rz. 19; partiell a.M. Merz/Bühler, Art. 39, BSK BGG, Rz. 13; Aubry Girardin, Art. 39, Comm. LTF, Rz. 20.

das Bestehen einer Angebotspflicht, bemisst sich nach dem Umfang und der Schwierigkeit des Verfahrens und kann bis zu CHF 50 000 betragen.[96] Allfällige Anpassungen bei der Festlegung der Gebühren beschränken sich auf die erwähnten Verordnungsbestimmungen und werden deshalb erst im Anschluss an die FinfraG-Revision behandelt.

Literaturverzeichnis

Aubry Girardin Florence, Art. 39, in: Aubry Giardin Florence/Donzallaz Yves/Denys Christian/Bovey Grégory/Frésard Jean-Maurice, Commentaire de la LTF, 3. Aufl., Bern 2022, Rz. 20.

Barthold Beat M./Isler Vanessa Art. 126, in: Sethe Rolf/Favre Olivier/Hess Martin/Kramer Stefan/Schott Ansgar (Hrsg.), SK, Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, Zürich 2017, Rz. 4 ff.

Emmenegger Susan, Die schweizerische Übernahmekommission – Schlüsselfigur bei der Gestaltung des Übernahmerechts, in: Vogt Hans-Ueli/Fleischer Holger/Kalss Susanne (Hrsg.), Protagonisten im Gesellschaftsrecht, Zehntes deutsch-österreichisch-schweizerisches Symposium, Zürich, 6.-7. Juni 2019, Tübingen 2020, 127 ff.

Emmenegger Susan/Bigler Andrea, Shaping Takeover Law: Die personelle Zusammensetzung der UEK und ihrer Vorgängerorganisationen, in: Trindade Rita Trigo/Bahar Rashid/Neri-Castracane Giulia (Hrsg.), Vers les sommets du droit, Liber amicorum pour Henry Peter, Zürich/Basel/Genf 2019, 177 ff.

Gaberthüel Tino, Konkurrenz von Vollangeboten und Teilangeboten, Qualifikation von konkurrierenden Teilangeboten im Übernahmerecht nach dem Entscheid Absolute Private Equity, GesKR 2012, 105 ff.

Gabarthüel Tino/Tschäni Rudolf, § 14, in: Nobel Peter/Müller Christoph (Hrsg.), Berner Kommentar, Aktienrecht – Kommentar der ersten Stunde, Bern 2023, Rz. 35.

Gericke Dieter/Wiedmer Karin, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2. Aufl., Zürich 2020.

Kiener Regina/Rütsche Bernhard/Kuhn Mathias, Öffentliches Verfahrensrecht, 3. Aufl., Zürich/St. Gallen 2021.

Marantelli-Sonani Vera/Huber Markus, Art. 11b, in: Waldmann Bernhard/Krauskopf Patrick (Hrsg.), Praxiskommentar, Verwaltungsverfahrensgesetz, 3. Aufl., Zürich 2023, Rz. 9, 12.

Merz Laurent/Bühler Jacques, Art. 39, in: Niggli Marcel Alexander/Uebersax Peter/Wiprächtiger Hans/Kneubühler Lorenz (Hrsg.), Basler Kommentar, Bundesgerichtsgesetz, 3. Aufl., Basel 2018, Rz. 13.

Niktine Alex/Schulthess Sarah Art. 139, in: Sethe Rolf/Favre Olivier/Hess Martin/Kramer Stefan/Schott Ansgar (Hrsg.), SK, Finanzmarktinfrastrukturgesetz, Zürich 2017, Rz. 8.

[96] Art. 118 Abs. 1 und 2 FinfraV; siehe z.B. Verfügung 863/01 vom 14. Februar 2024 in Sachen *Swiss Steel Holding* AG, Rz. 43 f.; Gericke/Wiedmer, Art. 63, Kommentar UEV, Rz. 17r.

Nyffenegger Res, Art. 11b, in: Auer Christoph/Müller Markus/Schindler Benjamin (Hrsg.), Kommentar, Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren, 2. Aufl., Zürich/St. Gallen 2019, Rz. 4, 12.

Peter Henry/Bovey Pascal, Droit suisse des OPA, Bern 2013.

Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009.

Stadelmann Samuel, Kapitel 8, Offenlegung von Beteiligungen, in: Lengauer Daniel/Eggen Mirjam/Straub Rodolfo (Hrsg.), Fachhandbuch Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2021, 549 ff.

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 4. Aufl., Zürich 2020.

Tschäni Rudolf/Iffland Jacques/Diem Hans-Jakob, Art. 126, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz / Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 2, 5, 13.

Vogel Alexander/Heiz Christoph/Luthiger Reto, Art. 139, in: Vogel Alexander/Heiz Christoph/Luthiger Reto (Hrsg.), Orell Füssli Kommentar, Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel und Bundesgesetz über Bucheffekten, Zürich 2019, Rz. 3, 12.

Wiederkehr René/Meyer Christian/Böhme Anna, Art. 11b, in: Wiederkehr René/Meyer Christian/Böhme Anna (Hrsg.), Orell Füssli Kommentar, Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren mit weiteren Erlassen, Zürich 2022, Rz. 19.

Zwischen privaten und öffentlichen Märkten: Wie Private Equity rechtliche Grenzen in der Governance und im M&A verwischt

Frank Gerhard*

Inhalt

I. Der Niedergang der Publikumsgesellschaft 102
1. Die Prognose von Michael Jensen 102
2. Besonderheiten von durch Private-Equity geführten Unternehmen 103
a) Bessere Überwachung 103
b) Bessere Anreize 104
c) Höhere Fremdkapitalquote 104
d) Längerer Anlagehorizont 104
e) Effizientere Betriebsabläufe 105
3. Gibt die Geschichte Jensen endlich Recht? Nein, aber … 105
4. … der Aufstieg der privaten Märkte ist unaufhaltsam 108
a) Unternehmen bleiben länger privat 108
b) Die privaten Märkte wachsen schneller 109
c) Die Nachfrage für private Märkte nimmt zu 109
5. Deregulierung als Wachstumstreiber der privaten Märkte 110
a) Erweiterung des Investorenkreises, namentlich Pensionskassen 111
b) Erhöhte Handelbarkeit der privaten Märkte 111
c) Innovationen von traditionellen Anlageinstrumente 112
6. Der wahre Grund: *Follow the Money!* 113
a) Sicht des Anlegers 113
b) Sicht des Vermögensverwalters 114
c) Sicht des Unternehmens 115

II. Private Elemente in der Governance von Publikumsgesellschaften 116
1. Blick ins Ausland: Der Fall *Moelis* und die Reaktion des Gesetzgebers in Delaware 117
2. Privatautonomie in der Aktiengesellschaft 118
a) Einleitung 118
b) Aufhebung des Paritätsprinzips zugunsten kontrollierender Aktionäre? 119

* Frank Gerhard, Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt und Partner bei Homburger AG. Der Autor dankt Jana Waldvogel, M.A. HSG, juristische Mitarbeiterin, Homburger AG für die tatkräftige Unterstützung beim Verfassen dieses Beitrags. Stand des Texts: 1. Januar 2026.

c) Raum für Flexibilität im Aktienrecht trotz Paritätsprinzip 120
aa) Vertretung von Aktionärskategorien und -gruppen im Verwaltungsrat 120
bb) Vorzugs- und Stimmrechtsaktien 122
cc) Weitere statutarische Gestaltungsmöglichkeiten 123
dd) Fazit 124
d) Zulässigkeit von Relationship Agreements zur Ausübung der Kontrolle über die Gesellschaft 124
aa) Vertretung im Verwaltungsrat 124
bb) Vetorechte und besondere Zustimmungserfordernisse 125
cc) Ausübung der Aktionärsrechte 126
dd) Austausch von Informationen 129
ee) Veränderungen der Beteiligung an der Gesellschaft 130

III. Private Elemente im M&A von Publikumsgesellschaften 131
1. Sell-down Vereinbarungen und Andienungsverpflichtungen 131
a) Einleitung 131
b) Zivilrechtliche und gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen 133
c) Kapitalmarktrechtliche Implikationen 134
d) Fazit 136
2. Earn-Out bei öffentlichen Übernahmen: CVRs als Lösung 137
a) Einleitung 137
b) Zivilrechtliche Einordnung von CVRs 139
c) Gesellschaftsrechtliche Herausforderungen 139
d) Übernahmerechtliche Herausforderungen 140
aa) Pflichtangebot und Mindestpreis 141
bb) Best Price Rule 142
cc) Gleichbehandlung im Übernahmerecht 143
e) Fazit 143
3. Rollover Equity bei öffentlichen Übernahmen 144
a) Einleitung 144
b) Übernahmerechtliche Herausforderungen 145
aa) Preisvorschriften: Mindestpreis und Best Price Rule 145
bb) Bewertung von Nebenleistungen 146
cc) Handeln in gemeinsamer Absprache und Interessenkonflikte 148
c) Fazit 149
4. W&I-Versicherung bei öffentlichen Übernahmen 150
a) Einleitung 150
b) Konzeptionelle Herausforderungen 151
aa) Fehlen vertraglicher Gewährleistungen 151
bb) Begrenzte Informationsgrundlage 152
cc) Gleichbehandlungs- und Preisregeln 153

c) Mögliche Anwendungsfälle für W&I-Versicherungen bei öffentlichen Übernahmen 154
aa) W&I-Versicherung bei vorgelagerten Blockkäufen 154
bb) W&I-Policen bei Transaktionsvereinbarung 155
cc) Synthetische Versicherung 155
d) Fazit 156

IV. Öffentliche Elemente in der Governance von privaten Gesellschaften 157
1. Offenlegungspflichten von privaten Gesellschaften 157
a) Einleitung: Stealth Governance 157
b) Volkswirtschaftlich bedeutende Unternehmen 159
c) Gesetzliche Mindestpublizität für private Aktiengesellschaften 160
aa) Jahresrechnung und Revision 160
bb) Konzernrechnungspflicht 161
cc) Berichtspflicht über nichtfinanzielle Belange 161
dd) Transparenz bei Rohstoffunternehmen und Sorgfaltspflichten zu Konfliktmineralien und Kinderarbeit 162
ee) Transparenz der wirtschaftlich Berechtigten 163
ff) Gläubigerschutz: Einsichtsrecht in Geschäftsbericht 164
d) Fazit 165
2. Insiderhandel im Umfeld privater Gesellschaften 166
a) Einleitung 166
b) Insiderhandel in der Schweiz 166
aa) Rechtliche Grundlagen in der Schweiz 166
bb) Finanzmarktaufsichtsrechtliche Vorgaben 168
c) Insiderhandel auf privaten Sekundärmärkten 169
aa) Neue Entwicklungen 169
bb) Informationsasymmetrien und fehlende Publizität 170
cc) Strafrechtliche und haftungsrechtliche Aspekte 171
dd) Kapitalmarktrechtliche Implikationen und Marktintegrität 172
d) Internationale Ansätze und Reformansätze 174
aa) Internationaler Vergleich: EU und USA 174
bb) Reformansätze 175

V. Öffentliche Elemente im M&A von privaten Gesellschaften 177
1. Anwendung von *Fiduciary Out*: *No Shop* und *No Talk* auch in privaten Akquisitionen? 177
a) Einleitung 177
b) Entwicklung der Praxis der UEK seit 2019 178
c) No Talk-Zulässigkeit und Voraussetzungen eines gültigen Fiduciary Out 180
d) Übertragung auf privat gehaltene Gesellschaften 182
aa) Vor Abschluss des Kaufvertrages 182
bb) Im Kaufvertrag 183
cc) Rechtliche Einordnung 184

e) Fazit 186
2. Exit und Liquiditätsoptionen ohne IPO und M&A 187
a) Einleitung 187
b) Dividend Recapitalizations 187
aa) Begriff und Zweck 187
bb) Gesetzliche Schranken 188
cc) Vertragliche Schranken 190
dd) Steuerrechtliche Schranken 190
c) GP-geführte Sekundärtransaktionen: Continuation Funds 191
aa) Begriff und Zweck 191
bb) Interessenkonflikte und Treuepflichten 192
cc) Branchenstandards und rechtlicher Rahmen 193
d) Evergreen-Fonds 195
aa) Begriff und Zweck 195
bb) Rechtliche und regulatorische Auswirkungen 195
e) Fazit 198
VI. Fazit und Ausblick 199
Literaturverzeichnis 199

I. Der Niedergang der Publikumsgesellschaft

1. Die Prognose von Michael Jensen

Vor fast 40 Jahren prognostizierte Jensen den Untergang der Publikumsgesellschaft und sah in Private Equity ein ideales alternatives Governance-Modell für Unternehmen.[1] Seit Berle und Means gilt die Trennung von Eigentum und Kontrolle nämlich als Schwäche von Publikumsgesellschaften.[2] Die Beschaffung von Kapital aus der breiten Öffentlichkeit kann zwar die Kapitalkosten senken, zwingt die Anteilseigner aber dazu, die Unternehmensführung zu delegieren. Dies ist effizienter als die Unternehmensführung durch das verstreute Aktionariat, da dieses aber kaum Anreize oder Möglichkeiten hat, die Unternehmensführung genau zu überwachen, haben die angestellten Manager die Möglichkeit, ihre persönlichen Interessen über die Interessen der Aktionäre zu stellen. Die daraus entstehenden Kosten werden als Agenturkosten (*Agency*-Costs) bezeichnet.[3]

1 Jensen, 61 ff.
2 Berle/Means, 277 ff.
3 Eine Definition der Agenturkosten findet sich bei Jensen/Meckling, 308.

Jensen zufolge bot das Aufkommen von Private Equity eine Lösung für diese Problematik: Private-Equity-Fonds können genügend Kapital beschaffen, um selbst grosse Unternehmen zu finanzieren, ohne auf eine Streuung der Eigentumsverhältnisse zurückgreifen zu müssen. In der Regel bildet eine Private-Equity-Gesellschaft einen Fonds, um Kapital, vor allem von institutionellen Anlegern, zu bündeln.[4] Dieses Kapital wird dann, zusammen mit einem grossen Anteil an Fremdkapital, verwendet, um Portfoliounternehmen zu erwerben und mehrere Jahre lang zu halten.[5] Obwohl ein Private-Equity-Fonds viele Anleger haben kann, ist der Fonds selbst der einzige Anteilseigner des Portfoliounternehmens und die Entscheidungen des Fonds liegen in den Händen eines einzigen Managers, des Private-Equity-Sponsors.[6]

2. Besonderheiten von durch Private-Equity geführten Unternehmen

Die Beiträge, welche Private-Equity-Gesellschaften im Idealfall zur Unternehmensführung ihrer Portfoliounternehmen leisten können, sind folgende[7]:

a) Bessere Überwachung

Bei Portfoliounternehmen wird das verstreute, passive Aktionariat durch einen einzigen Aktionär ersetzt, der über die Ressourcen und Anreize verfügt, um die Führungskräfte des Unternehmens eng zu überwachen. Die Verwaltungsräte von Portfoliounternehmen, überwiegend bestehend aus Führungskräften der Private-Equity-Gesellschaft, sind kleiner als Verwaltungsräte börsenkotierter Unternehmen[8] und treffen sich vergleichsweise häufig. Vor allem aber sind die wirtschaftlichen Interessen der Verwaltungsratsmitglieder am Erfolg des Portfoliounternehmens sehr hoch, da der Verwaltungsrat in der Regel mit den

---

4 Kaplan/Strömberg, 123. Eine umfassende Beschreibung und Begründung der Struktur von Investmentfonds, einschliesslich Private-Equity-Fonds, und eine Erläuterung, warum Investmentpools und ihre Manager in verschiedene Einheiten getrennt sind, findet sich bei Morley, 1228 ff.

5 Der Einsatz von Fremdkapital ist ein wesentliches Merkmal von Private-Equity-Investitionen. In der Regel bestehen 30 bis 70 Prozent der Kapitalstruktur der Zielgesellschaft aus Darlehen oder Anleihen, die von der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit der Übernahme durch den Private-Equity-Fonds begeben werden, vgl. Kaplan/Strömberg, 124 f.

6 Zu den daraus erwachsenden Vorteilen siehe sogleich Kap. I.2.

7 Diese Vorteile werden auch von den Private-Equity-Firmen selbst propagiert, vgl. EQT Group, Public vs Private Markets: Understanding the Key Differences and Benefits vom 26. Mai 2024, <https://eqtgroup.com/thinq/Education/public-vs-private-markets-understanding-the-key-differences-and-benefits>, o.S.

8 Cornelli/Karakas, 72.

für die Investition verantwortlichen Partnern besetzt wird und deren Vergütung bewusst eng daran geknüpft ist.

b) Bessere Anreize

Das Private-Equity-Modell sorgt dafür, dass die Interessen der Führungskräfte und der Aktionäre (d.h. des Private-Equity-Fonds und seinen Anlegern) in Einklang gebracht werden. Es gibt Hinweise darauf, dass (1) Private-Equity-Gesellschaften bereit sind, den Managern einen grösseren Anteil am Unternehmenswert einzuräumen als die Aktionäre börsenkotierter Unternehmen; (2) ein grösserer Teil der Vergütung in Form von Beteiligungen gewährt wird, was besonders starke Leistungsanreize schafft; und (3) die Auszahlung der Vergütung an wichtige Liquiditätsereignisse des Unternehmens geknüpft ist, was die Führungskräfte dazu veranlasst, auf einen für den Private-Equity-Fonds günstigen Ausstieg hinzuarbeiten.[9]

c) Höhere Fremdkapitalquote

Die hohe Verschuldung, die Portfoliounternehmen auferlegt wird, dient als eingebauter Mechanismus zur Disziplinierung der Manager. Im Gegensatz zu den Managern börsenkotierter Unternehmen, die in der Karikatur von Jensen und Meckling über aufgeblähte, mit Bargeld überflutete Unternehmensimperien wachen, ist der Ermessensspielraum der Führungskräfte von Portfoliounternehmen stark eingeschränkt.[10] Angesichts hoher Schuldenzahlungen müssen sie sorgfältig mit den liquiden Mitteln umgehen und so schlank wie möglich arbeiten.

d) Längerer Anlagehorizont

Portfoliounternehmen profitieren ausserdem von einem längeren Anlagehorizont, sodass sie Entscheidungen ohne den Druck kurzfristiger Marktschwankungen treffen können. Diese langfristige Perspektive bedeutet, dass Strategien eher auf nachhaltiges Wachstum als auf sofortige Gewinne ausgerichtet sind. Dadurch können Portfoliounternehmen umfassendere und potenziell lohnendere Strategien verfolgen.

---

9 Kaplan/Strömberg, 130 f.; Masulis/Thomas, 251 f.

10 Jensen/Meckling, 324 mit einer Beschreibung, wie die Verschuldung eines Unternehmens genutzt werden kann, um das Management zu kontrollieren und dadurch die Agentur-Kosten zu senken.

e) Effizientere Betriebsabläufe

Gemäss der Private-Equity-Branche und ihren Befürwortern führen Private-Equity-Beteiligungen zu einer Effizienzsteigerung bei den Portfoliounternehmen.[11] Die gute Unternehmensführung bezweckt eine Steigerung des Unternehmenswerts. Die Effizienzsteigerung kann auf unterschiedliche Gründe zurückgeführt werden. Erstens könnten kleinere, fokussiertere Verwaltungsräte bessere strategische Entscheidungen treffen, bspw. in Bezug auf Fusionen und Übernahmen (M&A) und Produktlinien. Zweitens ist man mangels persönlicher Beteiligung und mangels enger persönlicher Beziehungen möglicherweise eher bereit, schwierige Entscheidungen zu treffen, welche die operative Effizienz verbessern, wie bspw. die Genehmigung von Entlassungen, die Ausgliederung von unrentablen Geschäften und den Austausch von Führungskräften. Schliesslich haben Private-Equity-Gesellschaften aufgrund ihrer Vergütungsvereinbarungen mit ihren Investoren einen erheblichen Anreiz, die Verschuldung ihrer Portfoliounternehmen zu maximieren,[12] während Manager börsenkotierter Unternehmen Anreize haben, die Verschuldung des Unternehmens zu minimieren.[13] Aus dieser Sicht sind Private-Equity-Gesellschaften eher geneigt, die Kapitalstruktur eines Unternehmens zu optimieren.[14]

3. Gibt die Geschichte Jensen endlich Recht? Nein, aber …

Jensens Hypothese schien sich mehrfach zu bestätigen: Während der Welle fremdfinanzierter Übernahmen in den 1980er Jahren oder der Boomphase vom Beginn der 2000er Jahre bis zur globalen Finanzkrise 2008. In jüngster Zeit ist wieder ein Trend zu lebhafter Private-Equity-Aktivität bei gleichzeitig rückläufigen öffentlichen Märkten zu beobachten. Private «Einhorn»-Unter-

---

11 Siehe z.B. Kaplan, 217 f.

12 Vgl. Kaplan/Strömberg, 124; Private-Equity-Firmen erhalten in der Regel einen erheblichen Teil (z.B. zwanzig Prozent) der Gewinne aus den Investitionen ihrer Fonds, tragen jedoch keine Verluste. Diese optionsähnliche Vergütung belohnt das Eingehen von Risiken, wie z.B. den Einsatz von Fremdkapital.

13 Vgl. dazu Jensen/Meckling, 324; Kaplan/Strömberg, 140 f. mit der Feststellung, dass Unternehmen im Besitz von Private-Equity-Gesellschaften mehr Fremdkapital in ihrer Kapitalstruktur einsetzen als vergleichbare börsenkotierte Unternehmen.

14 Kaplan/Strömberg, 134 f. und 141 f. Oft wird auch behauptet, dass Private-Equity-Gesellschaften die operative Effizienz steigern, indem sie ihr eigenes Fachwissen einbringen oder Branchenexperten in die Führungsteams ihrer Portfoliounternehmen berufen. Dieser Vorteil ist jedoch weniger plausibel. Es ist unklar, warum Private-Equity-Manager, die in erster Linie im Finanzbereich ausgebildet sind, einen Vorteil bei der Steigerung der betrieblichen Effizienz gegenüber Managern börsenkotierter Unternehmen haben sollten, die über umfangreiche Branchenerfahrung und den gleichen Zugang zu externen Experten verfügen.

nehmen[15] wie OpenAI, SpaceX oder Anthropic beschaffen sich erstaunliche Mengen an Eigenkapital ausserhalb der öffentlichen Märkte. Anstatt einen Börsengang zu überstürzen, zögern diese Unternehmen den Gang an die Börse so lange wie möglich hinaus, um sich nicht dem regulatorischen Rahmen der öffentlichen Märkte unterwerfen zu müssen. Der öffentliche Aktienmarkt ist für wachstumsorientierte Unternehmen nicht mehr das gelobte Land.

Die jüngsten Verschiebungen in der Bedeutung öffentlicher und privater Märkte für die Unternehmensfinanzierung haben eine lebhafte Debatte über die zukünftige Entwicklung der Kapitalmärkte ausgelöst. Einige Beobachter sehen einen grundlegenden Wandel, da erhebliche Kapitalmengen in private statt in öffentliche Märkte fliessen und Unternehmen entweder privat bleiben oder zumindest viel später als bisher üblich an die Börse gehen. Schon seit Längerem läuten die Alarmglocken wegen des weltweiten Rückgangs der Publikumsgesellschaften.[16] Dieses Phänomen veranlasste den bekannten Kolumnisten Matt Levine bspw. zu der Schlussfolgerung, dass es sich bei den privaten Märkten um die neuen öffentlichen Märkte handele.[17] Einige Kommentatoren verkündeten gar das Ende der öffentlichen Märkte,[18] während andere diese Behauptung für stark übertrieben hielten.[19] Daraufhin untersuchten viele Wissenschaftler die möglichen Determinanten dieser Entwicklungen. Diejenigen, die regulatorische Eingriffe für die aktuellen Entwicklungen mitverantwortlich machten, entwickelten wiederum detaillierte Rezepte, wie die Regulierungsbehörden auf das sich abzeichnende Ungleichgewicht reagieren sollten.[20]

Um zu Jensen zurückzukommen: Es gibt Gründe zu bezweifeln, dass die aktuellen boomenden privaten Märkte allein durch Unterschiede in den Agenturkosten erklärt werden können. Wenn überhaupt, dann sind die Agenturkosten in Publikumsgesellschaften in den letzten Jahrzehnten gesunken, da institutionelle Anleger Privatanleger als Aktionäre teilweise abgelöst haben. Zwar sind ihre Anreize, das Management zu überwachen und sich zu engagieren, fragwürdig,[21] doch verfügen sie über bessere Voraussetzungen und könnten komplexere Überwachungsstrategien anwenden, um überdurchschnittli-

---

15 Als «Einhorn»-Unternehmen (*Unicorns*) werden private Start-Up-Unternehmen mit einer Bewertung von über einer Milliarde US-Dollar bezeichnet. Im Juli 2025 hatten 498 private Start-ups eine Bewertung von über einer Milliarde Dollar. Siehe Frank, o.S.

16 Vgl. z.B. Sorkin, o.S: «*Much of the smart money in the United States is going and staying private. […] Publicly listed companies in the United States have become something of a dying breed.*»

17 Levine, Public Markets, o.S. Siehe auch Lowry, *passim*.

18 Partnoy, o.S.

19 Cheffins, 24 f.; s.a. Gupta/Koller/Stumpner, 12.

20 Siehe z.B. de Fontenay, Deregulation, 473 ff.; Georgiev, 292 ff.

21 Bebchuk/Hirst, 2043 ff.

che Renditen zu erzielen und Verbesserungen der Unternehmensführung zu bewirken.

Darüber hinaus überwachen und disziplinieren aktivistische Hedgefonds das Management in Zusammenarbeit mit anderen institutionellen Investoren,[22] was nachweislich den Unternehmenswert steigert.[23] Hinzu kommt, dass die Vergütung von Führungskräften heute überwiegend an die mittel- oder langfristige Performance des Unternehmens und seiner Aktien gekoppelt ist. Dadurch werden die Interessen von Management und Aktionären in Einklang gebracht und die gravierendsten Formen der leistungsunabhängigen Vergütung ausgeschlossen. Schliesslich stellt zumindest in den USA eine aktive Klägervertretung in Aktionärsklagen ein weiteres wirksames Instrument dar, um eine allfällige Trägheit des Managements in Schach zu halten.[24] Zwar können diese Corporate-Governance-Wächter die Agentur-Kosten nicht vollständig beseitigen, es scheint jedoch plausibel, dass sie die Kosten in ihrer Kombination erheblich reduzieren.

Gleichzeitig hat sich die angebliche Überlegenheit von Private Equity in der Unternehmensführung bis zu einem gewissen Grad abgeschwächt.[25] In ähnlicher Weise führt der jüngste Trend, dass sich Private-Equity-Gesellschaften zusammenschliessen, um immer grössere Transaktionen durchzuführen, zu weiteren Reibungsverlusten in der Unternehmensführung der Portfoliounternehmen. Dies erschwert die Entscheidungsfindung, insbesondere in herausfordernden Zeiten.[26]

---

22 Siehe Gilson/Gordon, 866 f.; Kahan/Rock, 1064 ff. Zu Vergleichsvereinbarungen zwischen aktivistische Aktionäre und Emittenten, vgl. Gerhard, Vergleichsvereinbarung, 475 ff.

23 Für eine Übersicht über die Auswirkungen des Hedgefonds-Aktivismus siehe Brav/Jiang/Li, *passim*.

24 Siehe z.B. Spamann, 36 ff.

25 Siehe hierzu de Fontenay, Private Equity, 1112 ff. gemäss welcher das Geschäftsmodell von Private-Equity-Firmen nicht mehr darauf abzielt, *Governance*– und operative Defizite in leistungsschwachen Unternehmen zu beheben, sondern sich auf eine Vielzahl neuer Taktiken und neuer Anlageklassen stützt; Cheffins/Armour, 35 ff. mit einer detaillierten Darstellung der potenziellen Mängel von Private Equity. Siehe auch Magnuson, 1847 nach welchem die weit verbreitete Auffassung über die Vorteile von Private Equity für die Unternehmensführung die vielen Möglichkeiten übersieht, wie das Private-Equity-Modell die Agentur-Kosten nicht beseitigt, sondern erhöht.

26 Cheffins/Armour, 38 gemäss denen Vereinbarungen wie Club Deals, bei denen Private-Equity-Firmen Konsortien bilden, um grosse Übernahmen oder Transaktionen durchzuführen, eine Aushöhlung der organisatorischen Disziplin bedeuten. Jüngstes Beispiel bildet der Kauf des am Nasdaq kotierten Videospielhersteller Electronic Arts durch ein Konsortium bestehend aus dem saudi-arabischen Staatsfonds PIF und den US-Investment-Firmen Silver Lake und Affinity Partners für ein Gesamtvolumen von USD 55 Mia., welcher am 29. September 2025 gemeldet wurde. Electronic Arts spricht vom grössten «*all-cash sponsor take-private investment*» der Geschichte, Electronic Arts, EA Announces Agreement to

Jüngste wissenschaftliche Untersuchungen haben Jensens einfache Erklärung der Agentur-Kosten tatsächlich verworfen und argumentieren, dass die folgenden Ursachen den zuletzt beobachteten Aufschwung der privaten Märkte vorantreiben: (1) Erhöhte regulatorische Anforderungen, insbesondere Berichterstattungs- bzw. Offenlegungspflichten, und Nebenkosten der Börsenkotierung, die diese zunehmend unattraktiv machen; (2) Fusionen und Übernahmen, die zu einer höheren Konzentration auf den öffentlichen Märkten führen und zu einer geringeren Anzahl (aber grösserer) börsenkotierten Unternehmen führt; und (3) sich ändernde Finanzierungsbedürfnisse, die weniger umfangreiche externe Finanzierungen erfordern und Anreize für die Beschaffung von privatem Kapital schaffen.[27] Inwieweit diese Faktoren sowohl für das absolute Wachstum der privaten Märkte als auch für deren Anstieg gegenüber den öffentlichen Märkten eine Rolle gespielt haben, ist umstritten.[28]

4. … der Aufstieg der privaten Märkte ist unaufhaltsam

a) Unternehmen bleiben länger privat

Es zeichnet sich ein klarer Trend ab: Unternehmen bleiben länger privat. So hat sich bspw. die Zahl der börsennotierten Unternehmen in den USA in den letzten drei Jahrzehnten halbiert[29], während es weltweit mittlerweile 1'620 Start-ups mit einer Bewertung von über einer Milliarde US-Dollar gibt.[30] Aufgrund gestiegener Regulierungsanforderungen und -kosten sind die weltweiten Börsengänge von 2021 bis 2023 um 45% zurückgegangen.[31] Das Durchschnittsalter eines Technologie-Unternehmens beim Börsengang stieg von 4,5 Jahren im Jahr 1999 auf über 12 Jahre im Jahr 2020.[32] Zu berücksichtigen ist jedoch, dass die grössten börsennotierten Unternehmen der Welt in den letz-

be Acquired by PIF, Silver Lake, and Affinity Partners for Billion, Medienmitteilung vom 29. September 2025, <https://news.ea.com/press-releases/press-releases-details/2025/EA-Announces-Agreement-to-be-Acquired-by-PIF-Silver-Lake-and-Affinity-Partners-for-55-Billion/default.aspx>.

27 Eine kurze Zusammenfassung dieser Erläuterungen findet sich bei Kahle/Stulz, 67 ff. Vgl. auch Eckbo/Lithel, 209 ff.

28 Inzwischen hat Paul Atkins, Chairman der SEC, in einer Keynote erklärt, wie er «*I.P.O.s great again*» machen will (Ders., o.S.).

29 1996 gab es in den USA 8'090 börsenkotierte Unternehmen und weniger als 1'000 Unternehmen, die sich im Besitz von Private-Equity-Investoren befanden. Ende 2024 gab es mehr als 10'000 Unternehmen im Besitz von Private-Equity-Investoren und nur noch 4'010 börsenkotierte Unternehmen (Worldbank, Listed US Companies).

30 Vgl. Gallogly, o.S., welcher sich auf Zahlen der *Bank of America* stützt und auch erwähnt, dass es 2013 nur 39 solche «*Unicorns*» gab.

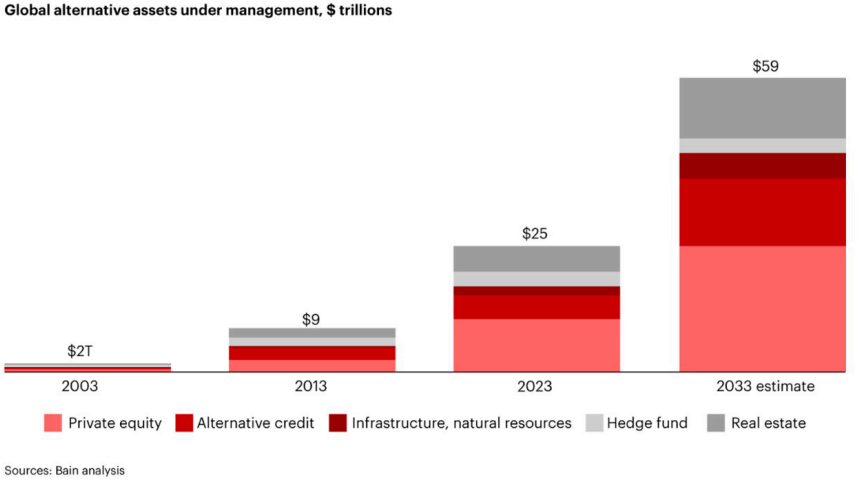
31 Habbel *et al.*, o.S.

32 Hamilton Lane, Private Market Investing, o.S.

ten Jahren weiter an Grösse und Wert gewonnen haben – allen voran die «Magnificent Seven»[33] und andere führende Technologieunternehmen.

b) Die privaten Märkte wachsen schneller

Private Märkte sind deutlich grösser als öffentliche Märkte und bieten potenziell höhere Renditen, breitere Diversifizierung und in Bereichen wie Immobilien eine Absicherung gegen Inflation. Laut Habbel *et al.* haben sich die Vermögenswerte privater Märkte seit 2013 mehr als verdreifacht. Sie gehen davon aus, dass private Märkte in Zukunft doppelt so schnell wachsen werden wie öffentliche Märkte und bis 2033 weltweit ein Volumen von 59 Billionen US-Dollar erreichen werden. Dies entspricht einer jährlichen Wachstumsrate (*Compound Annual Growth Rate [CAGR]*) von 10%.[34]



c) Die Nachfrage für private Märkte nimmt zu

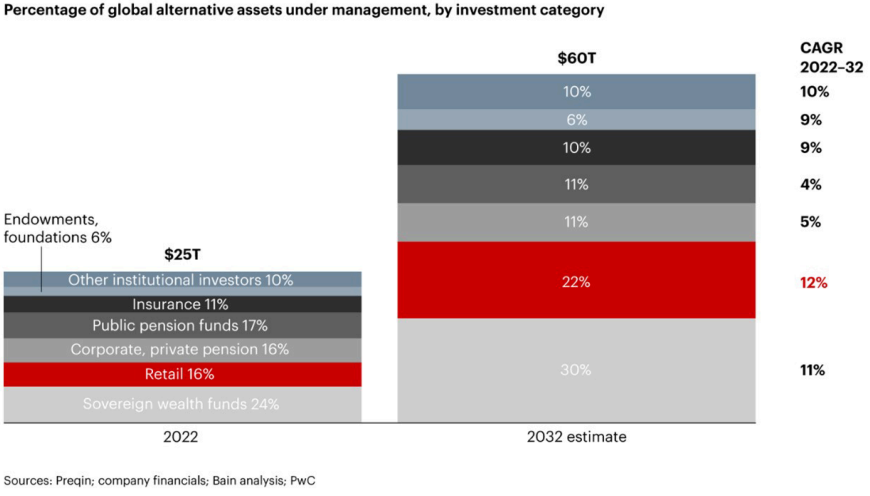
Auch die Nachfrage der Anleger hat zugenommen. Angesichts der Volatilität und sinkender Renditen an den öffentlichen Märkten wenden sich Staatsfonds, Stiftungen und Versicherer zunehmend den renditestärkeren privaten Märkten zu. Laut Prognosen werden institutionelle Anleger ihre Allokation in alternative Anlagen zwischen 2022 und 2032 um 10% CAGR erhöhen, wodurch das verwaltete Vermögen auf mindestens 60 Billionen US-Dollar steigen

---

33 Unter «*Magnificent Seven*» versteht man in Investorenkreisen folgende kotierte US Tech-Unternehmen: Nvidia, Microsoft, Apple, Alphabet, Amazon, Meta und Tesla.

34 Habbel *et al.*, o.S.

wird.[35] Während Private-Equity-Investitionen in der Vergangenheit akkreditierten Anlegern vorbehalten waren, ist in den letzten Jahren auch das Interesse der Privatanleger stark gestiegen.[36] Privatanleger werden durch die Aussicht auf Diversifizierung und höhere Renditen vom Markt für alternative Anlagen angezogen und sind bereit, dafür eine geringere Liquidität in Kauf zu nehmen.



5. Deregulierung als Wachstumstreiber der privaten Märkte

In den letzten drei Jahrzehnten wurden die Beschränkungen für die Kapitalbeschaffung und den Handel auf privaten Märkten wiederholt gelockert. Dies hat zu einem Widerspruch geführt: Private Märkte ermöglichen es Unternehmen, Kapital zu günstigen Bedingungen und ohne die periodischen Berichtspflichten der Börsen zu erfüllen, zu beschaffen.[37] Börsenkotierte Unternehmen profitieren daher deutlich weniger von ihren Offenlegungspflichten und können zu Recht eine regulatorische Lockvogelpolitik beklagen. Während Kritiker die

35 Habbel *et al.*, o.S.

36 In den USA sind akkreditierte Anleger Personen, die mehr als 200'000 US-Dollar im Jahr verdienen oder über ein Vermögen von mindestens einer Million US-Dollar verfügen (U.S. Securities and Exchange Commission, Accredited Investors – Updated Investor Bulletin vom 14. April 2021, <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/updated-3>).

37 Natürlich sind die Möglichkeiten zur Kapitalbeschaffung nicht gleichmässig auf alle Unternehmen verteilt. Darüber hinaus ist die derzeitige Überflutung mit privatem Kapital nicht allein auf die Deregulierung zurückzuführen. Die historisch niedrigen Zinsen waren ein wesentlicher Faktor, der Anleger dazu veranlasste, nach renditestärkeren Anlagen zu suchen.

zunehmende Regulierung für den Rückgang der öffentlichen Aktienemissionen verantwortlich machen, dürfte die anhaltende Deregulierung der privaten Kapitalbeschaffung eine grössere Rolle beim Rückgang börsenkotierter Gesellschaften gespielt haben. Dieser Trend wurde im Jahr 2025 weltweit nochmals beschleunigt – unter anderem durch drei neue Liberalisierungsschübe.

a) Erweiterung des Investorenkreises, namentlich Pensionskassen

In den USA gibt es Pläne, Private Equity und private Kredite in 401(k)-Altersvorsorgeplänen zuzulassen. Die Private-Equity-Branche, die mit rückläufigen Exits und sinkenden Renditen zu kämpfen hat, hat die Vermögen der Altersvorsorge schon lange im Visier. Nachdem US-Präsident Trump am 7. August 2025 eine Executive Order[38] unterzeichnet hat, die Verwaltern von Vorsorgegeldern den Weg ebnet, Private Equity und andere alternative Vermögenswerte in Altersvorsorgekonten aufzunehmen, ist die Branche einen Schritt näher daran, einen Teil der Gelder aus den 401(k)-Plänen und ähnlichen Vorsorgeplänen der Amerikaner zu verwalten. Dies würde eine bemerkenswerte Veränderung bedeuten. Zwar sind Private-Market-Investments technisch gesehen nicht aus 401(k)-Plänen ausgeschlossen, aufgrund ihres höheren Risikos und ihrer geringeren Liquidität gelten sie jedoch traditionell als ungeeignet für beitragsorientierte Vorsorgeformen.

b) Erhöhte Handelbarkeit der privaten Märkte

Neue Handelsplattformen wie Forge Global, Destiny, Augment, Hiive und EquityZen[39] fungieren als Vermittler zwischen Aktionären privater Unternehmen, die ihre Aktien verkaufen möchten, und öffentlichen Investoren, die in private Unternehmen investieren möchten. Auf diese Weise entsteht ein Sekundärmarkt für private Aktien. Zwar sind nur akkreditierte Investoren zugelassen, doch die Plattformen vereinfachen den Zugang zu privaten Aktien wesentlich.[40] Durch Tokenisierung könnte auch nicht-akkreditierten Anlegern der Zugang ermöglicht werden. Ende Juni 2025 kündigte Robinhood die Einfüh-

---

38 *Executive Order on Democratizing Access to Alternative Assets for 401(k) Investors*, WHITE HOUSE, Exec. Order No. 14,330, 90 Fed. Reg. 38921 (Aug. 7, 2025). Über die «*Retailisierung*» von Private Equity und die damit neu von Private-Equity Fonds eingegangene Risiken, vgl. Phalippou /Magnusson, o.S.

39 Erst kürzlich wurde bekanntgegeben, dass Charles Schwab Forge Global für 660 Mio. USD kaufen wird. Eine Woche vor dieser Bekanntmachung wurde bereits EquityZen durch Morgan Stanley akquiriert (Levine, Elon, o.S.).

40 Im März 2025 senkte z.B. Forge Global die Mindestinvestitionsschwelle auf nur 5'000 USD (vgl. Moise, o.S.).

rung von tokenisierten Aktien in Europa an.[41] Dabei handelt es sich um blockchain-basierte Derivate öffentlicher und privater Vermögenswerte, die wie Aktien oder Kryptowährungen gehandelt werden können. Damit wird die nächste Schwelle zur Demokratisierung des Investierens überschritten.

c) Innovationen von traditionellen Anlageinstrumente

Auch bei traditionellen Anlageinstrumenten wie ETFs ist der Trend zu beobachten, Zugang zu privaten Märkten zu erhalten. Sowohl börsengehandelte Fonds (z.B. XOVR) als auch geschlossene Fonds (z.B. AKRVX) investieren in öffentliche und private Unternehmen. Aufgrund fehlender öffentlicher Finanzdaten können Privatanleger die Investitionen in private Unternehmen jedoch nicht bewerten. Dies ist grundsätzlich hinzunehmen. Schliesslich bewerten die meisten Privatanleger auch börsennotierte Unternehmen, deren Finanzdaten öffentlich verfügbar wären, nicht eigenständig, sondern vertrauen darauf, dass der durch den Handel der institutionellen Anleger bestimmte Preis angemessen ist. Die Grundidee, dass Marktpreise in der Regel effizient sind und sich Privatanleger darauf verlassen können, gilt daher auch für grössere, bekannte Privatunternehmen wie OpenAI oder SpaceX.[42] Aus Sicht der Privatanleger wäre es wünschenswert, wenn sie über die Plattformen ihrer Broker Zugang zu Research-Berichten erhielten, die eine fundierte Bewertung von Unternehmen ermöglichen. Sell-Side-Research-Berichte stellen bspw. klar aufbereitete und zukunftsorientierte Finanz- und Unternehmensinformationen über börsenkotierte Gesellschaften dar. Eine analoge Informationsbasis für private Unternehmen könnte somit zur Erhöhung der Markttransparenz beitragen.

Im Juli 2025 erweiterte JPMorgan Chase & Co. ihre Research-Abdeckung auf private Unternehmen.[43] Im Gegensatz zur traditionellen Aktienanalyse börsenkotierter Unternehmen enthält das Angebot zu privaten Unternehmen keine Ratings, Kursziele oder Schätzungen. Ziel ist vielmehr die Bereitstellung strukturierter Informationen und Tracking-Daten für Anlegerkunden. Inwieweit CFOs von privaten Unternehmen Analysten künftig Einblick in interne Finanzdaten gewähren werden, um deren Bewertungsmodelle zu verfeinern und die Platzierung entsprechender Beteiligungen im Private-Wealth-Segment zu ermöglichen, bleibt abzuwarten. Gleichwohl deutet die aktuelle Entwicklung darauf hin, dass man sich schrittweise in diese Richtung bewegt.

---

41 Sigalos, o.S.

42 Dass dies nicht immer der Fall ist, zeigt z.B. der Konkurs von WeWork im Jahr 2023, obwohl der einflussreiche Investor Softbank ca. USD 18 Milliarden in die Gesellschaft investiert hatte (Gollmer, o.S.).

43 Ren, o.S.

6. Der wahre Grund: *Follow the Money!*

Da Emittenten und Investoren zunehmend frei zwischen dem öffentlichen und dem privaten Markt wechseln können, konkurrieren öffentliche und private Unternehmen um Kapital. Das zwingende Offenlegungssystem ist kein geschlossenes System zugunsten öffentlicher Unternehmen mehr. Vielmehr führen die Offenlegungspflichten zu einer Benachteiligung öffentlicher Unternehmen und einer Begünstigung privater Unternehmen.[44] Letztere können trotz geringerer Offenlegungsanforderungen grosse Kapitalbeträge aufnehmen können, da sie u.A. von den enormen Mengen an öffentlichen Informationen profitieren. Diese vereinfachen und präzisieren die Bewertung privater Unternehmen erheblich. Die wahre Ursache des Erfolgs der privaten Märkte und der entsprechenden Gefahr des Niedergangs der Publikumsgesellschaft ist einfach: «*Follow the money!*»

a) Sicht des Anlegers

Jeder Anleger sucht bei seinen Anlageentscheiden die höchstmögliche Rendite. In den letzten 25 Jahren erzielte die globale Private-Equity- und Venture-Capital-Branche im Jahresdurchschnitt eine Überrendite von rund 12.5% gegenüber der Rendite der 3-monatigen US-Staatsanleihen,[45] während der S&P 500 und der Russell 2000 Total Return Index für Publikumsgesellschaften im gleichen Zeitraum im Jahresdurchschnitt eine Überrendite von 7.3% bzw. von 7.5% erzielten.[46]

Zum Schutz privater Anleger vor Investitionen in noch nicht etablierte Unternehmen war der Zugang zu den privaten Märkten in der Vergangenheit hauptsächlich akkreditierten Investoren vorbehalten. Die Kehrseite dieses Schutzes ist jedoch, dass ausschliesslich die akkreditierten Investoren, d.h. institutionelle Anleger und Vermögende, Zugang zu Wachstumsunternehmen erhalten, während Privatanleger nur noch das Plateau beim Börsengang abbekommen. Ein Grossteil der Wertschöpfung findet heute nämlich bereits statt, bevor ein Unternehmen an die Börse geht. Folgerichtig interessieren sich Privatanleger auch für diese Asset-Klasse. Die steigenden Beiträge von Privatanlegern werden dazu führen, dass ihr Anteil an den verwalteten privaten Vermögen von 16% im Jahr 2022 auf 22% im Jahr 2032 steigen wird.[47]

---

44 de Fontenay, Deregulation, 501 f.
45 EQT, Public vs Private Markets, o.S.
46 Ebenda.
47 Vgl. oben Kap. I.4.c).

Zudem gibt es weitaus mehr private als öffentliche Anlagemöglichkeiten. So gibt es weltweit 140'000 Privatunternehmen mit einem Jahresumsatz von über USD 100 Millionen, denen nur 19'000 börsenkotierte Unternehmen mit dem gleichen Umsatzvolumen gegenüberstehen.[48] Dies bedeutet, dass es mehr Investitionsmöglichkeiten in verschiedenen Sektoren und in allen Phasen des Lebenszyklus eines Unternehmens – von Start-ups in der Frühphase bis hin zu ausgereiften Unternehmen – in den privaten Märkten gibt. Das ermöglicht eine grössere Auswahl und Diversifizierung und kann zur Risikostreuung und Steigerung des Renditepotenzials beitragen.

b) Sicht des Vermögensverwalters

Investment-Fonds Manager agieren zunehmend in einem gesättigten Marktumfeld. Öffentliche Märkte gelten als weitgehend effizient, sodass es für professionelle Anleger schwierig ist, eine nachhaltige Überrendite gegenüber dem Markt zu erzielen. Privatanleger können durch den Erwerb eines Indexfonds gegen eine jährliche Gebühr von ca. 0.05% – 0.20% ihres investierten Vermögens am öffentlichen Markt partizipieren. Ein professioneller Fonds Manager wird es schwer haben, den Indexfonds zu übertreffen und dadurch höhere Gebühren zu rechtfertigen.

Demgegenüber können Private-Equity Manager viel höhere Gebühren verlangen. Private Märkte sind weniger effizient. Durch gezielte Auswahl, durch direkte Einflussnahme auf und durch Unterstützung der privaten Unternehmen haben Private-Equity- und Venture-Capital-Investoren mehr Möglichkeiten, überdurchschnittliche Renditen zu erzielen. Das traditionelle Private-Equity-Vergütungsmodell «2% + 20%»[49] steht modellhaft dafür. Ausserdem gibt es in privaten Märkten kein Äquivalent zur Indexierung, sodass der Druck auf die Gebühren geringer ist.

Vor diesem Hintergrund ist es naheliegend, dass Vermögensverwalter das ihnen anvertraute Geld bevorzugt in private Märkte lenken. Für öffentliche Fonds-Manager stellt dies eine Herausforderung dar. Sie verfügen jedoch immer noch über einige strategische Vorteile: ihre Beziehungen zu Privatanlegern und ihre Fähigkeit zum Kundenservice. Private-Equity-Gesellschaften, die traditionell institutionelle Kunden haben, versuchen nun, auch Privatanle-

---

48 EQT, Public vs Private Markets, o.S.

49 Das traditionelle Private Equity Modell «2% + 20%» steht für die Standardgebührenstruktur eines Private-Equity Fonds, bei der die Fonds-Manager eine jährliche Verwaltungsgebühr von 2% des verwalteten Kapitals («*Management Fee*») erheben und zusätzlich 20% des erwirtschafteten Gewinns («*Carried Interest*» oder Gewinnbeteiligung) einbehalten, nachdem die Anleger ihr eingesetztes Kapital und eine Vorzugsrendite zurückerhalten haben.

ger als Kunden zu gewinnen. Dafür fehlen ihnen jedoch die notwendigen Vertriebskapazitäten. Gleichzeitig sind traditionelle Investment-Häuser bestrebt, verstärkt in private Märkte vorzudringen. Diese sind zwar mit grösseren Risiken verbunden, versprechen aber zugleich höhere Renditen und damit höhere Gebühren.[50]

c) Sicht des Unternehmens

Ein Gründer, der sein erfolgreiches privates Start-up an die Börse bringen möchte, sieht sich heute einer veränderten Anreizstruktur der Finanzintermediäre gegenüber. Während Investmentbanken wie Goldman Sachs traditionell darauf ausgerichtet waren, Unternehmen an die Börse zu begleiten, haben sie ihr Geschäftsmodell in den vergangenen Jahren zunehmend in Richtung alternativer Vermögensverwaltung verschoben. Es ist daher nicht überraschend, dass der CEO von Goldman Sachs, David Solomon, Gründern zu grosser Vorsicht beim Börsengang rät und sich wie folgt zitieren lässt: «*It's not fun being a public company*»[51].

Das Abraten der Finanzintermediäre von einem Börsengang, die zunehmende Regulierung öffentlicher Unternehmen und die Möglichkeit, ausreichend Kapital auf den privaten Märkten zu beschaffen, dürften auch erklären, weshalb Unternehmen länger privat bleiben. So stieg das Durchschnittsalter eines Technologie-Unternehmens beim Börsengang von 4,5 Jahren im Jahr 1999 auf über 12 Jahre im Jahr 2020. Zudem verbleiben 60% der «Einhörner» mindestens neun Jahre lang privat.[52] Musterhaft für diese Entwicklung steht die vor-

---

50 Diese Gleichrichtung von Interessen hat jüngst zu interessanten Kooperationen geführt. So kündigten etwa die in Los Angeles ansässige Capital Group, der weltweit grösste aktive Vermögensverwalter, und der Private-Equity-Riese KKR an, gemeinsam eine breite Palette von Fonds für Privatanleger anzubieten, die traditionelle Aktien und Anleihen mit nicht börsenkotierten Vermögenswerten kombinieren (vgl. KKR, KKR and Capital Group Launch Public Private Investment Solutions, Medienmitteilung vom 29. April 2025, <https://www.kkr.com/insights/kkr-and-capital-group>). Auch die UBS schloss im Frühjahr 2025 eine Vertriebspartnerschaft mit dem Private-Equity-Fonds General Atlantic ab (vgl. UBS, UBS and General Atlantic announce strategic partnership focused on Private Credit Opportunities, Medienmitteilung vom 6. Mai 2025, <https://www.ubs.com/global/en/media/display-page-ndp/en-20250506-strategic-partnership.html>). Sodann berichtete die Finanz und Wirtschaft unlängst, dass Private-Equity-Konzerne wie KKR und Partners Group in Gesprächen mit Schweizer Regional- und Kantonalbanken sowie der Raiffeisen über neue Fondsangebote stünden, die es Kunden dieser Banken ermöglichen würden, in Private Markets zu investieren (Progin, o.S.).

51 Hammond, o.S.

52 Hamilton Lane, Private Market Investing: Staying Private Longer Leads to Opportunity vom 14. April 2022, <https://www.hamiltonlane.com/en-us/insight/staying-private-longer>.

mals als Facebook bekannte Meta Platforms Inc.[53] Obwohl das Unternehmen für den Börsengang dank einer nachgewiesenen Einnahmequelle aus Werbeeinnahmen und der grössten Nutzerbasis aller Social-Media-Unternehmen bestens gerüstet war, zögerte es diesen hinaus. Gründer und CEO Mark Zuckerberg begründete dies explizit mit dem fehlenden Kapitalbedarf. «Facebook» war es bereits auf dem privaten Markt gelungen, mehr als ausreichend Kapital zu beschaffen.[54] Am 18. Mai 2012 führte Facebook dann doch seinen Börsengang durch.[55]

Für viele Unternehmen ist der Gang an die Börse heute kein notwendiges Mittel mehr, um grosse Kapitalmengen zu beschaffen. Unternehmen, die an die Börse gehen, scheinen dies vor allem zu tun, um ihren bestehenden Aktionären die Möglichkeit eines (teilweisen) Exits zu bieten. Der Börsengang fungiert somit als reines Liquiditätsereignis und nicht als Finanzierungsinstrument.

II. Private Elemente in der Governance von Publikumsgesellschaften

Wenn ein Private-Equity-Portfoliounternehmen an die Börse geht, geben die Sponsoren selten das Ruder aus der Hand. Verschiedene Aktienkategorien oder Aktionärsvereinbarungen mit der Gesellschaft (*Relationship Agreements*) sind nach dem Börsengang weit verbreitet. Rechtlich werfen Aktionärsvereinbarungen Fragen hinsichtlich der Vereinbarkeit mit den zwingenden Aufgabenzuteilungen im Aktienrecht sowie der Treuepflichten gegenüber Minderheitsaktionären auf.

---

53 Eine vollständige Darstellung der Bemühungen Facebooks vor dem Börsengang, die Schwelle von 500 Aktionären für die SEC-Meldepflicht zu umgehen, findet sich bei Solomon, o.S.

54 Siehe Vascellaro, o.S., die Mark Zuckerberg wie folgt zitiert: «*If you don't need that capital, then all the pressures are different, and the motivations [to go public] are not there in the same way.*» Tatsächlich hatte Facebook neben mehreren Finanzierungsrunden durch Risikokapitalgesellschaften auch mehrere Private-Equity-Investitionen angenommen. Zusammen mit den ursprünglich an das Management und die Mitarbeiter ausgegebenen Aktien wuchs die Aktionärsbasis des Unternehmens so stark, dass es Gefahr lief, gegen seinen Willen zu einer Publikumsgesellschaft werden zu müssen, da die damals geltende Schwelle von 500 eingetragenen Aktionären für Pflicht zur Registrierung bei der SEC erreicht war (siehe 15 U.S. Code § 78l (g)(1) (2016)). Die Schwelle wurde als Reaktion auf die lautstarke Unzufriedenheit Facebooks daraufhin durch den US-Kongress auf 2'000 Aktionäre oder 500 nicht-akkreditierte Investoren angehoben (vgl. Nobel/Bärtschi/Kaempf, Rz. 61).

55 Vgl. Hamilton Lane, o.S.

1. Blick ins Ausland: Der Fall *Moelis* und die Reaktion des Gesetzgebers in Delaware

Im Zuge ihres Börsengangs im Jahr 2014 schloss die Investmentbank Moelis & Company[56] einen Vertrag mit ihrem Gründer Ken Moelis, der ihm auch nach dem Börsengang weitgehende Kontrollrechte sichern sollte. Dazu gehörten Veto- und Zustimmungsrechte in zentralen Unternehmensangelegenheiten, wie z.B. Kapitalmassnahmen, Änderungen der strategischen Ausrichtung oder der Corporate Governance, Ernennung und Abberufung bestimmter Führungskräfte, sowie der Abschluss materiell wesentlicher Verträge. Ken Moelis verfügte zudem über das Recht, die Mehrheit des Verwaltungsrats sowie der Ausschüsse zu bestimmen und die Empfehlungen des Verwaltungsrats gegenüber den Aktionären zu beeinflussen. Diese Rechte waren unter anderem an die Bedingung geknüpft, dass Ken Moelis mindestens 7% der Aktien von Moelis & Company hält. Im Jahr 2023 wurde vor dem *Delaware Court of Chancery* Klage erhoben, mit dem Ziel die Nichtigkeit der Mehrheit der Bestimmungen des Vertrags festzustellen. In seinem Urteil aus dem Jahr 2024[57] entschied das Gericht, dass die Mehrheit der Bestimmungen des Vertrags gegen § 141(a) *Delaware General Corporation Law* (DGCL) verstösst, der besagt, dass der Verwaltungsrat die Geschäfte entweder selbst zu führen oder diese zumindest zu beaufsichtigen hat.[58] Insbesondere die Vetorechte wurden als mit dem Gesetz offensichtlich unvereinbar eingestuft.[59] Zudem seien die vereinbarten Governance-Rechte vertraglich nicht regelbar, sondern müssten in den Statuten verankert sein.

Das Urteil löste vor allem in der Private-Equity- und Venture-Capital-Szene Unsicherheit aus. Gängige Praxis ist es nämlich, Investitionen über vertragliche Kontrollrechte u.A. gegen Verwässerung, Änderungen der Geschäftsführung oder der Strategie abzusichern. Zur Wahrung der Standortattraktivität und als Reaktion auf das Moelis-Urteil verabschiedete der Gesetzgeber Delawares im Sommer 2024 eine Ergänzung des DGCL. Demnach darf nun vertraglich festgelegt werden, dass bestimmte Handlungen nur mit Zustimmung bestimmter Ak-

---

56 Für eine detaillierte Besprechung des Falls, siehe Gerhard/Schwarz, 339 f.

57 *West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v. Moelis & Company*, C.A. No. 2023-0309-JTL, Del. Ch., Urteil vom 23. Februar 2024, Laster, V.C.

58 § 141(a) DGCL: *The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided in this chapter or in its certificate of incorporation. If any such provision is made in the certificate of incorporation, the powers and duties conferred or imposed upon the board of directors by this chapter shall be exercised or performed to such extent and by such person or persons as shall be provided in the certificate of incorporation.*

59 Vgl. McDonald/Cooper/Carzis, 1 ff.

tionäre oder Dritter vorgenommen werden dürfen, sofern dies nicht gegen gesetzliche Vorschriften oder die Statuten der Gesellschaft verstösst.[60] Dadurch wird Aktionären eine unmittelbare Einflussnahme auf Geschäftsführungsentscheidungen ermöglicht, die ansonsten dem Verwaltungsrat vorbehalten wären.[61] Dies wirft Fragen zur Verantwortlichkeit solcher Aktionäre auf. Nach dem Recht Delawares stellt sich insbesondere die Frage, ob Aktionäre, die zwar weniger als 50% der Stimmrechte halten, aufgrund vertraglicher Vereinbarungen aber faktisch die Kontrolle über die Gesellschaft ausüben, als «*controlling stockholders*» zu qualifizieren sind. Eine solche Einstufung kann treuepflichtähnliche Verpflichtungen («*fiduciary duties*») gegenüber der Gesellschaft begründen. Geschäfte zwischen der Gesellschaft und solchen Aktionären unterliegen zudem einem «*entire fairness test*»[62], der strenger ist als die in der Schweiz bekannte «*business judgment rule*».

2. Privatautonomie in der Aktiengesellschaft

a) Einleitung

Das Schweizer Aktienrecht zeichnet sich u.A. durch eine weitgehende Gestaltungsfreiheit aus,[63] deren Grenzen durch zwingende Normen bestimmt werden. Soweit keine zwingende Vorschrift besteht, sind Aktiengesellschaften in ihrer Ausgestaltung grundsätzlich frei.[64] Im Zweifel gilt eine Norm als dispositiv.[65] Ein hohes Mass an Gestaltungsfreiheit besteht bei der Ausgestaltung der Geschäftsführung.[66] Aufgrund des Paritätsprinzips gibt es bei der Kompetenzverteilung zwischen Verwaltungsrat und Generalversammlung viele zwingende Bestimmungen.[67] Der Umfang der Gestaltungsfreiheit hängt zudem von der Grösse der Gesellschaft und davon, ob es sich um eine private oder eine an der Börse kotierte Gesellschaft handelt.

---

60 Kritisch Shobe/Shobe/Clayton, 14 ff.

61 Fisch/Solomon, 102.

62 Vgl. Fisch/Solomon, 110.

63 Häusermann, Gestaltungsfreiheit, 9 ff.; Bühler, 541 ff.

64 Im Gegensatz dazu gilt z.B. im deutschen Aktienrecht die Satzungsstrenge.

65 Bühler, 542.

66 Forstmoser, 258.

67 Häusermann, Gestaltungsfreiheit, 13. Nach hier vertretener Meinung umfasst das Paritätsprinzip nicht nur die Kompetenzverteilung zwischen den Organen, sondern auch das Verhältnis zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Der Wortlaut von Art. 716a Abs. 1 des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220), der von «unentziehbaren Aufgaben» spricht, betrifft auch den zulässigen Umfang einer Delegation von Aufgaben durch den Verwaltungsrat an die Geschäftsleitung.

Wenn man sich mit den Einflussmöglichkeiten eines Aktionärs auf eine Gesellschaft befasst, die über die gewöhnlichen Aktionärsrechte hinausgehen, ist insbesondere das Paritätsprinzip von Bedeutung.[68] Die einem Organ zugewiesenen Kompetenzen und Aufgaben stellen grundsätzlich zwingendes Recht dar. Sie ergeben sich aus den unentziehbaren und unübertragbaren Kompetenzen der Organe gemäss Art. 698 Abs. 2 und Art. 716a Abs. 1 OR sowie aus weiteren gesetzlichen Aufgabenzuweisungen an den Verwaltungsrat und die Generalversammlung.[69] Statutarische Abweichungen sind vereinzelt zulässig, im Grundsatz sind die Gesellschaften jedoch an das Paritätsprinzip gebunden.[70]

b) Aufhebung des Paritätsprinzips zugunsten kontrollierender Aktionäre?

Die Einräumung von Genehmigungsvorbehalten, Vetorechten und anderen Vorrechten führt zu einer Verschiebung der Kontrolle über die Geschäftsführung. Laut Gesetz steht die Kontrolle über die Geschäftsführung nämlich ausschliesslich dem Verwaltungsrat zu. Ihm obliegt die «Oberleitung der Gesellschaft» als unentziehbare und unübertragbare Aufgabe.[71] Zwar kann er die Geschäftsführung an die Geschäftsleitung delegieren,[72] er bleibt aber weiterhin für die sorgfältige Auswahl, Instruktion und Überwachung der Geschäftsführung verantwortlich.[73] Die Delegation von Geschäftsführungsentscheiden an die Generalversammlung ist hingegen unzulässig. Auch Konsultativabstimmungen entbinden den Verwaltungsrat nicht von seiner Pflicht zur Oberleitung.[74] Ein Eingriff in diese Grundordnung durch die Statuten, welche einem kontrollierenden Aktionär oder der Generalversammlung Geschäftsführungsbefugnisse einräumen, ist unzulässig und nichtig.[75] Ebenfalls unzulässig wäre, analog zum Fall *Moelis*, die vertragliche Vereinbarung von Kontrollrechten zwischen Gesellschaft und Aktionär.[76]

---

68 Häusermann, Gestaltungsfreiheit, 172 ff.; vgl. auch Dubs/Truffer, Art. 698, BSK OR II, Rz. 9.

69 Siehe Auflistung bei Böckli, Rz. 347.

70 Böckli, Rz. 349 «Die A*ufgabenverteilung* gemäss Art. 716 und 716a Abs. 1 ist das *Herz des schweizerischen Verwaltungsratssystems*»; Häusermann, Gestaltungsfreiheit, 173.

71 Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR.

72 Art. 716b Abs. 1 OR.

73 Art. 754 Abs. 2 OR; vgl. Watter/Roth Pellanda, Art. 716b, BSK OR II, Rz. 16; BGE 122 III 195 E. 3a.

74 Vgl. z.B. Isler, 37 ff.

75 Vgl. Böckli, Rz. 46 ff. und Rz. 353 und die in Fn. 824 aufgeführte Literatur.

76 Vgl. Böckli, Rz. 6 f. In Bezug auf Beherrschungsverträge siehe Glanz/Zihler, 821; im deutschem Recht sind solche «Beherrschungsverträge» hingegen ausdrücklich vorgesehen ist (vgl. § 291 des deutschen Aktiengesetzes vom 6. September 1965 [AktG]).

Aktionäre können ihre Rechte nur in der Generalversammlung ausüben und nehmen nur mittelbar, bspw. durch die Wahl des Verwaltungsrats, Einfluss auf die Geschäftsführung. Daher unterliegen sie grundsätzlich keiner Treuepflicht und sind nicht haftbar für Geschäftsführungsentscheide.[77] Dies gilt auch für Mehrheitsaktionäre in Bezug auf Beschlüsse der Generalversammlung, die massgeblich auf ihr Zutun zurückgehen, sowie für Handlungen der von ihnen entsandten Verwaltungsräte.[78] Die fehlende Verantwortlichkeit und Haftbarkeit des Aktionärs gilt nur solange kein Durchgriffstatbestand vorliegt[79] oder der Aktionär durch sein Eingreifen in die Geschäftsführung eine «organtypische Stellung» einnimmt und als faktisches Organ zu qualifizieren ist.[80]

c) Raum für Flexibilität im Aktienrecht trotz Paritätsprinzip

Nichtsdestotrotz bietet das schweizerische Gesellschaftsrecht über die Statuten bereits eine Vielzahl von im Gesetz explizit vorgesehenen oder durch die Praxis entwickelten Gestaltungsmöglichkeiten. Im Folgenden werden einige dieser Möglichkeiten erläutert.

aa) Vertretung von Aktionärskategorien und -gruppen im Verwaltungsrat

Gemäss Art. 709 Abs. 1 OR müssen die Statuten beim Bestehen mehrerer Aktienkategorien (in Bezug auf das Stimmrecht oder die vermögensrechtlichen Ansprüche) den Aktionären jeder Kategorie die Wahl wenigstens eines Vertreters im Verwaltungsrat zusichern. Diese Vorschrift ist zwingender Natur,[81] wobei die Gesellschaften bei der statutarischen Ausgestaltung im Rahmen der allgemeinen Grundsätze des Aktienrechts frei sind. In der Praxis sind entsprechende Statutenbestimmungen äusserst selten, was wohl auch daran liegt, dass ein Verstoss gegen Art. 709 Abs. 1 OR keine direkten Rechtsfolgen hat und das Handelsregisteramt aufgrund seiner eingeschränkten Kognition die Statuten nicht auf Übereinstimmung mit Art. 709 Abs. 1 OR prüft.[82] Abgebildet wird die Bestimmung bspw. in Art. 16 Abs. 2 der Statuten der börsenkotierten Sun-

---

77 BGE 105 II 114 E. 7b; BGE 91 II 298 E. 6a; Urteil des Bundesgerichts 4C_143/2003 vom 14. Oktober 2003 E. 6; Böckli, Rz. 111; Vogt, BSK OR II, Art. 680 Rz. 25; Bahar/Peyer, Art. 680 OR, Zürcher Kommentar, Rz. 37; Schmid/Walter, Art. 680 OR, Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Rz. 3.

78 Art. 620 Abs. 3 OR; vgl. Kunz, 161.

79 Vgl. Behnisch, 48.

80 Vgl. BGE 128 III 92 E. 3a/b; als faktische Organe können nicht nur Aktionäre, sondern sämtliche Personen, die faktisch Organen vorbehaltene Entscheidungen treffen, bzw. die Geschäftsführung der Gesellschaft besorgen, qualifiziert werden.

81 BGE 66 II 43; BGE 95 II 555; BGE 107 II 179.

82 Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, Rz. 82; Bühler, Art. 709 OR, Zürcher Kommentar, Rz. 2.

rise Communications AG, welche neben Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 0.10 (Kategorie-A-Aktien) (Stammaktien) auch Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 0.01 (Kategorie-B-Aktien) (Stimmrechtsaktien) ausgegeben hat:

> «Jede Aktienkategorie hat Anspruch auf Wahl eines Vertreters in den Verwaltungsrat.»

Noch seltener finden sich in der Praxis Nominierungsrechte gemäss Art. 709 Abs. 2 OR. Danach können die Statuten besondere Bestimmungen zum Schutz von Minderheiten oder bestimmten Aktionärsgruppen enthalten. Im Gegensatz zu Art. 709 Abs. 1 OR ist Art. 709 Abs. 2 OR nicht zwingend: Ein Anspruch von Minderheiten oder Aktionärsgruppen auf Vertretung im Verwaltungsrat besteht nur, wenn die Statuten ein entsprechendes Recht vorsehen. Dabei muss das statutarische Vertretungsrecht dem Sachlichkeits- und Gleichbehandlungsgebot genügen.[83] Art. 709 Abs. 2 OR knüpft nicht an das Stimmrecht oder die vermögensrechtlichen Ansprüche, sondern an die Gruppierung einzelner Aktionäre (z. B. Minderheitsaktionäre, Mitarbeiteraktionäre, Familienangehörige, Inhaber- und Namenaktionäre usw.) an.[84]

Ein Beispiel für ein Nominierungsrecht nach Art. 709 Abs. 2 OR ist Art. 18 der DSM-Firmenich AG Statuten. Er soll sicherstellen, dass die ehemaligen Firmenich-Aktionäre, die nur etwa ein Drittel der DSM-Firmenich-Aktien und Stimmrechte halten, einen proportionalen Einfluss im Verwaltungsrat behalten. Das Nominierungsrecht ist somit als Minderheitsrecht gegenüber den ehemaligen DSM-Aktionären bzw. auch künftigen Neuaktionären ausgestaltet:

> «(1) Jeder Firmenich Aktionär, der allein oder zusammen mit anderen Firmenich Aktionären 8.5% oder mehr des Aktienkapitals hält, hat das Recht, ein Mitglied des Verwaltungsrats zur Wahl vorzuschlagen, […]. Hält ein solcher Firmenich Aktionär oder halten solche gemeinsam nominierenden Firmenich Aktionäre 17% oder mehr des Aktienkapitals, so hat dieser Firmenich Aktionär oder haben diese gemeinsam nominierenden Firmenich Aktionäre das Recht, zwei Mitglieder des Verwaltungsrats zu nominieren.
>
> (2) Das Nominationsrecht gemäss diesem Art. 18 gilt für maximal drei Mitglieder des Verwaltungsrats. […].»

Auch die Statuten der Aebi Schmidt Holding AG enthalten in Art. 16 ein derartiges Nominierungsrecht:

---

83 BGE 95 II 555; 107 II 179; von der Crone, Rz. 1293.

84 Böckli, Rz. 111; Wernli, Art. 709, BSK OR II, Rz. 24.

> «(1) (a) Die PCS Holding AG und Peter Spuhler (zusammen und inkl. allfällige Rechtsnachfolger ‹PCS›) haben, soweit sie […] mindestens 35% der Ausstehenden Aktien der Gesellschaft halten, das Recht, gemeinsam vier Mitglieder des Verwaltungsrates zur Wahl zu nominieren. (b) Halten PCS, […] mindestens 25% aber weniger als 35% der Ausstehenden Aktien der Gesellschaft, so haben sie das Recht, gemeinsam drei Mitglieder des Verwaltungsrates zu nominieren. (c) Halten PCS, […] mindestens 15% aber weniger als 25% der Ausstehenden Aktien der Gesellschaft, so haben sie gemeinsam das Recht, gemeinsam zwei Mitglieder des Verwaltungsrates zu nominieren. (d) Halten PCS, […] mindestens 12.5% aber weniger als 15% der Ausstehenden Aktien der Gesellschaft, so haben sie das Recht, gemeinsam ein Mitglied des Verwaltungsrates zu nominieren. In allen Fällen ist vorausgesetzt, dass […] nur solche Personen nominiert werden, die die Qualifikationskriterien gemäss den Richtlinien des Governance und Nachhaltigkeits-Ausschusses des Verwaltungsrates erfüllen. […].»

bb) Vorzugs- und Stimmrechtsaktien

Eine weitere Möglichkeit, unterschiedliche Aktionärsinteressen zu berücksichtigen und durch Differenzierung der Vermögensrechte spezifische Investitionsanreize zu setzen, ist die Einführung von Vorzugsaktien.[85] Vorzugsaktien können Vorrechte auf Dividendenansprüche, auf den Liquidationsanteil und auf die Bezugsrechte bei der Ausgabe neuer Aktien gewähren.[86] Private-Equity-Investoren können Vorzugsaktien nutzen, um finanziell privilegiert am Erfolg der Gesellschaft zu partizipieren. Sie können bspw. Vorzugsaktien mit einer garantierten prozentualen Rendite (Dividenden- und/oder Liquidationspräferenz) zeichnen. In diesem Fall partizipieren die Stammaktionäre erst, wenn die Vorzugsaktionäre ihre garantierte Rendite erhalten haben. Da diese garantierte Rendite nicht über die Statuten geregelt werden kann, muss sie vertraglich zwischen den Aktionären vereinbart werden. Vorzugsaktien können entweder einen «*Catch-up*» für die Stammaktionäre oder eine direkte Partizipation *pari passu* der Vorzugsaktionäre mit den Stammaktionären vorsehen. Beim *Catch-up* partizipieren zunächst allein die Stammaktionäre am weiteren Erlös, bis sie dieselbe Rendite wie die Vorzugsaktionäre erreicht haben. Ab diesem Punkt erfolgt die Beteiligung der Vorzugs- und Stammaktionäre zu gleichen Teilen.[87] Ebenso, in der Praxis jedoch seltener, kann das Management über Stammaktien besonders incentiviert werden. Während der Investor Vorzugsaktien zeichnet, die mit einer Liquidationspräferenz ausge-

---

85 Art. 654-656 OR.

86 Liebi, Art. 654-656, BSK OR II, Rz. 2 ff.

87 Vgl. zum Ganzen Gerhard/Fakhoury, 69 ff.

staltet sind und über diese hinaus nicht an einem Gewinn partizipieren, zeichnet das Management Stammaktien. Dies ermöglicht dem Investor, bei positiver Geschäftsentwicklung eine feste Rendite zu erzielen, während das Management durch die Möglichkeit, eine «Überrendite abzuschöpfen», zu einer möglichst guten Performance motiviert wird.[88] Wird eine solche Struktur gewählt, zeichnet der Investor häufig zusätzlich zu den Vorzugsaktien auch Stammaktien, um dennoch an einem Übergewinn zu partizipieren.

Weiter besteht die Möglichkeit, Investoren durch die Einführung von Stimmrechtsaktien ein im Vergleich zur kapitalmässigen Beteiligung überproportionales Stimmrecht zu vermitteln. Das Schweizer Aktienrecht lässt lediglich unechte Stimmrechtsaktien zu.[89] Dazu müssen Aktien mit niedrigerem Nennwert ausgegeben werden. Dabei darf der Nennwert der übrigen Aktien das Zehnfache des Nennwerts der Stimmrechtsaktien nicht übersteigen. Zudem muss eine statutarische Bestimmung aufgenommen werden, die jeder Aktie unabhängig von ihrem Nennwert eine Stimme gewährt.[90]

cc) Weitere statutarische Gestaltungsmöglichkeiten

Eine weitere Gestaltungsmöglichkeit ist die Beschränkung der Übertragbarkeit von Aktien.[91] Die Vinkulierung erlaubt eine gewisse Einflussnahme auf die Zusammensetzung des Aktionariats. Private Gesellschaften können nach Art. 685b OR eine relative grosse Breite an Ablehnungsgründen in ihre Statuten aufnehmen, während kotierte Gesellschaften nach Art. 685d OR nur eine prozentuale Beschränkung oder eine Treuhandklausel einführen können.

Ebenfalls zulässig ist es, statutarisch die Umwandlung von einer Aktienkategorie in eine andere vorzusehen, wobei die Konversionsrate in den Statuten festzulegen ist. So sieht z.B. Art. 4d der Statuten der Sunrise Communications AG Folgendes vor:

> «Die Inhaber von Kategorie-B-Aktien können je zehn Kategorie-B-Aktien in eine Kategorie-A-Aktie eintauschen. […]»

Ändert sich der ausgegebene Gesamtnennwert durch den Umtausch nicht, ist kein separater Beschluss des Verwaltungsrats oder der Generalversammlung notwendig. Der Verwaltungsrat muss die Statuten jedoch jährlich in einem öf-

---

88 Man spricht hier auch von *Sweet Equity*, siehe Oesterhelt/Risi, 549 ff.; Heuberger, Incentive-Strukturen, 190 f.; Gerhard/Reichlin, 169.

89 Art. 693 OR.

90 Für gewisse Abstimmungen an der Generalversammlung ist das verhältnismässig höhere Stimmrecht gemäss Art. 693 Abs. 3 OR nicht anwendbar.

91 Art. 685 OR.

fentlich zu beurkundenden Beschluss an die Änderung im Bestand der verschiedenen Kategorien anpassen.

dd) Fazit

Zusammenfassend bietet das Schweizer Aktienrecht bereits über die Statutengestaltung zahlreiche Möglichkeiten zur Umsetzung der gewünschten Gesellschaftsstruktur. Da diese jedoch nicht alle Bedürfnisse von Gesellschaften und Investoren abdecken, haben sich in der Praxis zahlreiche ergänzende Instrumente etabliert, die bei der Strukturierung eingesetzt werden können.

d) Zulässigkeit von Relationship Agreements zur Ausübung der Kontrolle über die Gesellschaft

«*Relationship Agreements*»[92] haben in jüngster Zeit auch in der Schweiz, insbesondere bei kotierten Gesellschaften,[93] vermehrt Anwendung gefunden. Im Gegensatz zu Aktionärsbindungsverträgen werden sie in der Regel zwischen einem Ankeraktionär und der Gesellschaft selbst, seltener zwischen mehreren Aktionären und der Gesellschaft, abgeschlossen. Da solche Verträge teilweise eine Einflussnahme der Aktionäre auf die Geschäftsführung vorsehen und somit in die zwingenden Grundstrukturen der Aktiengesellschaft eingreifen wird, gelten sie aus aktienrechtlicher Sicht als heikel, sofern nicht eine seltene gesetzliche Ausnahme greift.[94]

Im Folgenden werden einige zentrale Bestimmungen typischer *Relationship Agreements* diskutiert, die dazu dienen, einem Private-Equity-Fonds die Kontrolle über das Portfoliounternehmen zu sichern.

aa) Vertretung im Verwaltungsrat

In einem *Relationship Agreement* kann sich die Gesellschaft dazu verpflichten, eine bestimmte Anzahl von Personen, die vom Aktionär vorgeschlagen wur-

---

92 Ein solches lag auch dem Fall *Moelis* zugrunde.

93 Vgl. Häusermann, Relationship Agreements, 241 f. für eine Übersicht über einige öffentlich bekannte *Relationship Agreements* von kotierten Gesellschaften. Zuletzt wurde das *Relationship Agreement* der SMG Swiss Marketplace Group Holding AG mit ihren Kernaktionären TX Group AG, Ringier AG und Schweizerische Mobiliar Versicherungsgesellschaft AG, das die SMG Swiss Marketplace Group Holding AG im Rahmen ihres Börsengangs im September 2025 mit den Kernaktionären je einzeln abgeschlossen hatte, von der Übernahmekommission im Hinblick auf eine potentielle Angebotspflicht überprüft (vgl. UEK-Verfügung 914/01 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG vom 9. September 2025).

94 Böckli, Rz. 354 nennt die Abstimmung der Vergütung der Geschäftsleitung als Beispiel.

den, zur Wahl in den Verwaltungsrat zu nominieren.[95] Die Anzahl der Aktionärsvertreter ist dabei häufig flexibel an die Beteiligungshöhe des Aktionärs geknüpft. Dieses indirekte Nominierungsrecht markiert zugleich die Grenze zu einem unzulässigen Eingriff in die Grundstruktur der Aktiengesellschaft. Eine direkte Wahl seiner Vertreter durch den Aktionär wäre unzulässig, da die Wahl des Verwaltungsrats zu den unübertragbaren Befugnissen der Generalversammlung gehört.[96] Eine Regelung wie im Fall *Moelis* wäre nach Schweizer Recht daher unzulässig. Dem Aktionär könnte jedoch faktische Kontrolle über die Zusammensetzung des Verwaltungsrats eingeräumt werden, indem ihm neben dem im *Relationship Agreement* vorgesehenen Nominierungsrecht Stimmrechtsaktien ausgegeben werden.

Ferner kann vereinbart werden, dass der Verwaltungsrat zuhanden der Generalversammlung keine Vergrösserung des Verwaltungsrats beantragen darf, da dies die relative Vertretung des Aktionärs im Verwaltungsrat beeinträchtigen würde. Weiter kann das *Relationship Agreement* Anforderungen an die vom Aktionär vorgeschlagenen Personen vorsehen, bspw. hinsichtlich fachlicher Eignung, Reputation oder Unabhängigkeit vom Aktionär und der Gesellschaft. Werden solche Anforderungen definiert, hat sich die Gesellschaft das Recht vorzubehalten, vom Aktionär vorgeschlagene Personen abzulehnen, welche die vertraglich festgelegten Anforderungen nicht erfüllen. In jedem Fall ist es empfehlenswert, das Melde- und Nominationsverfahren vertraglich zu vereinbaren.

Oft möchte der Aktionär auch sicherstellen, dass seine Vertreter in bestimmten Verwaltungsratsausschüssen Einsitz nehmen dürfen. Eine solches Recht kann ebenfalls im *Relationship Agreement* vorgesehen werden. Beim Vergütungsausschuss einer börsenkotierten Gesellschaft liegt die Grenze des aktienrechtlich Zulässigen wiederum in einem indirekten Nominierungsrecht, da dessen Wahl zwingend durch die Generalversammlung zu erfolgen hat (Art. 733 Abs. 1 OR).

bb) Vetorechte und besondere Zustimmungserfordernisse

Ein *Relationship Agreement* könnte Zustimmungsvorbehalte zugunsten der Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat hinsichtlich bestimmter wichtiger Beschlüsse vorsehen. Ob und in welchem Umfang dies nach Schweizer Recht zulässig ist, ist allerdings nicht abschliessend geklärt. So hat das Zürcher Handelsgericht im Organisationsreglement enthaltene Zustimmungsvorbehalte

---

95 Dazu und zum Folgenden Gerhard/Humbel, 270 f. Eingehend zur Stellung von Aktionärsvertretern im Verwaltungsrat einer Publikumsgesellschaft Olgiati, 67 ff.

96 Art. 698 Abs. 2 Ziff. 2 OR.

zugunsten bestimmter Personen oder Gruppenvertreter im Verwaltungsrat als gesellschaftsrechtlich unzulässig beurteilt. Das Gericht begründete seinen Entscheid damit, dass die Vorbehalte gegen das Kopfstimmprinzip, den Gleichbehandlungsgrundsatz und im Anwendungsbereich von Art. 716a Abs. 1 OR gegen das Delegationsverbot verstossen würden.[97] Ob dies auch gilt, wenn Zustimmungsvorbehalte vertraglich mit einem Aktionär vereinbart werden, ist derzeit gerichtlich nicht geklärt.[98] Auf jeden Fall unzulässig ist ein Eingriff in die unentziehbaren Kompetenzen des Verwaltungsrats und der Generalversammlung. So wäre z.B. ein Vetorecht eines Aktionärs in Bezug auf Kapitalmassnahmen oder die Ernennung von Geschäftsleitungsmitglieder, wie dies im Fall *Moelis* vorgesehen war, auch nach Schweizer Recht nicht erlaubt.[99] Als zulässige, abgeschwächte Alternative können aber immerhin Konsultationspflichten vorgesehen werden. Dabei sind bei kotierten Gesellschaften die Bestimmungen zum Insiderhandel zu beachten sind, wenn kursrelevante Informationen mit Aktionären geteilt werden.

In der Praxis scheinen Zustimmungsvorbehalte, wohl auch aufgrund der unsicheren Rechtslage, nur selten vorzukommen. Werden sie vereinbart, ist auch zu berücksichtigen, dass sie je nach Inhalt eine Fusionskontrollmeldepflicht auslösen können.

cc) Ausübung der Aktionärsrechte

Ein *Relationship Agreement* kann nicht nur Verpflichtungen der Gesellschaft gegenüber dem Aktionär, sondern auch Pflichten des Aktionärs gegenüber der Gesellschaft begründen. So kann bspw. vereinbart werden, dass der Aktionär sein Stimmrecht auf bestimmte Weise ausübt oder in bestimmten Fällen darauf verzichtet.[100] In der Lehre ist allerdings umstritten, ob sich ein Aktionär diesbezüglich wirksam verpflichten kann.[101] Eine höchstrichterliche Klärung dieser Frage steht bislang aus. Die praktische Relevanz dieser Frage im Zusammenhang mit *Relationship Agreements* ist ohnehin begrenzt, da kaum ein Grossaktionär bereit sein dürfte, sich (teilweise) dem Willen des Verwaltungs-

---

97 Urteil des Handelsgerichts Zürich HG140114 vom 28. Oktober 2015 E. 4.3.4 f. Das Bundesgericht hat sich zu dieser Frage soweit ersichtlich noch nicht geäussert.

98 Zulässig muss die vertragliche Vereinbarung unter Aktionären sein, wonach der Verwaltungsrat der Gesellschaft gewisse Beschlüsse nur mit Zustimmung bestimmter Aktionärsvertreter fassen darf und die Aktionäre ihre Vertreter im Verwaltungsrat entsprechend instruieren. A.a.O., E. 4.3.4.

99 Vgl. Art. 650 Abs. 1, 653 Abs. 1, 653s und 716a Abs. 1 Ziff. 4 OR.

100 Der Verzicht auf die Stimmrechtsausübung oder die Pflicht, sich an der Generalversammlung der Stimme zu enthalten, ist nach der Lehre einer Stimmbindung gleichzusetzen (Forstmoser/Küchler, Rz. 440; wohl ebenso Hartmann/Singer, 551; Watter/Dubs, 15).

101 Ausführliche Übersichten bei Bloch, 209; Forstmoser/Küchler, Rz. 405 ff.; Togni, Rz. 888 ff.

rats zu unterwerfen. Entsprechend wird die Diskussion in der Lehre vor allem im Zusammenhang mit Aktionärsbindungsverträgen geführt.[102]

Die herrschende Lehre betrachtet Stimmbindungen als nur eingeschränkt zulässig. Eine auf ausgewählte Traktanden (teilweise als «*routine items*» bezeichnet) begrenzte oder zeitlich befristete Stimmbindung wird tendenziell eher als zulässig erachtet.[103] Eine solche Vereinbarung findet sich z.B. im *Relationship Agreement*, das die SMG Swiss Marketplace Group Holding AG im September 2025 jeweils einzeln mit ihren Kernaktionären abgeschlossen hat. Darin wird den Kernaktionären zugestanden, jeweils einen Vertreter für den Verwaltungsrat vorzuschlagen, während sie sich im Gegenzug verpflichten, ihr Wahlrecht so auszuüben, dass der Verwaltungsrat der Gesellschaft mehrheitlich aus unabhängigen Mitgliedern besteht.[104] Ein weiteres Beispiel war das *Relationship Agreement* zwischen der CMA CGM S.A. und der CEVA Logistics AG. Darin verpflichtete sich die CMA CGM S.A., die Anträge des Gesamtverwaltungsrates bzgl. Wahlen in den Verwaltungsrat zu unterstützen und ein Kaufangebot für 100% der Aktien zu lancieren, falls sie die Mehrheit der Sitze des Verwaltungsrats der CEVA Logistics AG für sich beanspruchen würde.[105]

Stimmbindungen, durch die der Verwaltungsrat die Generalversammlung und somit die Gesellschaft faktisch kontrolliert, werden von der Mehrheit der Lehre aber richtigerweise als unzulässig erachtet.[106] Daneben gibt es namhafte Lehrmeinungen, die Stimmbindungen gegenüber der Gesellschaft grundsätzlich für (un)zulässig halten.[107] Die Argumente, die für die teilweise oder generelle Unzulässigkeit von Stimmbindungen gegenüber der Gesellschaft vorgebracht werden, stützen sich u.a. auf das Ruhen der Stimmrechte an eigenen Aktien,[108] den Stimmrechtsausschluss für Organe bei Décharge-Abstimmungen,[109] die aktien-

---

102 Unbestritten zulässig ist die gegenseitige Verpflichtung unter Aktionären, ihr Stimmrecht in einer bestimmten Weise (nicht) auszuüben.

103 Gerhard/Schwarz, 346; Häusermann, Relationship Agreements, 247; Wolf/Gaberthüel, 212; Forstmoser/Küchler, Rz. 435 ff.; implizit auch Watter/Dubs, 25 f.; Hartmann/Singer, 551 ff.; ebenso in diese Richtung Gerhard, PIPEs, 264 f.

104 Siehe Verfügung der UEK 914/01 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG vom 9. September 2025, Sachverhalt L. und E. 2.2.3.

105 Siehe CEVA Logistics AG, Prospekt vom 19. April 2018, 53 f.

106 Siehe Watter/Dubs, 25; gl.M. Hartmann/Singer, 553; Gerhard, PIPEs, 265.

107 Für die Unzulässigkeit Schleiffer, 187 f.; Appenzeller, 49; Böckli, 4. A., 12 Rz. 579a; Bloch, 208 ff. So auch weitgehend § 136 Abs. 2 des deutschen Aktiengesetzes; dazu Hartmann/Singer, 551. Für die Zulässigkeit etwa Schluep, 139 f.; Lang, 13 ff.; Togni, Rz. 951.

108 Art. 659a OR; so etwa Schleiffer, 187 f.; Appenzeller, 49; Bloch, 211 f.; dagegen ausführlich Togni, Rz. 898 f.

109 Art. 695 OR; so Bloch, 212 f.

rechtliche Kompetenzordnung gemäss dem Paritätsprinzip[110] sowie auf Überlegungen zur Grundstruktur der AG. Letztere beruhen auf der Befürchtung, dass eine vertragliche Stimmbindung dazu führen könnte, dass der Verwaltungsrat und nicht mehr die Aktionäre faktisch die Kontrolle über das Unternehmen ausüben.[111] Verpflichtet sich die Gesellschaft in umgekehrter Richtung, der GV gewisse Anträge – etwa auf eine Kapitalerhöhung – nicht zu unterbreiten, muss die Verpflichtung selbstverständlich unter Vorbehalt der Treue- und Sorgfaltspflicht der Organe stehen (Art. 717 Abs. 1 OR). Benötigt das Unternehmen bspw. dringend Kapital und ist eine Kapitalerhöhung die einzig praktikable Option, wird der Aktionär einen allfälligen vertraglichen Anspruch, dass keine Kapitalerhöhung beantragt werde, nicht durchsetzen können.[112]

Wenn das *Relationship Agreement* auch der Streitbeilegung dient, kann vereinbart werden, dass der Aktionär in einem bestimmten Umfang auf die Ausübung von Aktionärsrechten – namentlich Mitwirkungs-, Kontroll- und Klagerechte – verzichtet oder bereits ergriffene Massnahmen nicht weiterverfolgt.[113] Es sollte auch zulässig sein, dass sich der Aktionär im Hinblick auf eine kommende Generalversammlung verpflichtet, einen bestimmten Beschluss nicht anzufechten. Die Durchsetzbarkeit eines unspezifischen Vorausverzichts auf Aktionärsrechte wäre hingegen zweifelhaft, insbesondere dann, wenn der Aktionär das *Relationship Agreement* nicht beenden kann.[114]

In einem *Relationship Agreement* können auch einmalige Abreden über die Aktionärsstellung getroffen werden. Beispielsweise kann die Gesellschaft verpflichtet werden, den Aktionär mit Stimmrecht im Aktienbuch einzutragen. Dies kann insbesondere zur Beilegung eines Streits[115] oder im Rahmen einer erstmaligen Investition[116] erforderlich sein. Auch eine Verpflichtung der Gesellschaft, eine ausserordentliche Generalversammlung einzuberufen, um etwa Vertreter des Aktionärs zur Wahl in den Verwaltungsrat vorzuschlagen, ist denkbar.[117]

---

110 Art. 698, 716 und 716a OR; so Schleiffer, 187 f.; Böckli, 4. A., 12 Rz. 579a; Bloch, 209 f.; zu Recht kritisch Watter/Dubs, 21 f.; Togni, Rz. 942 ff.

111 Siehe Art. 706b Abs. 3 OR; so Appenzeller, 49; Hintz-Bühler, 9; von Büren/Hintz, 806 ff.; eingeschränkt Hartmann/Singer, 552.

112 Ohne besondere vertragliche Abrede ist der Aktionär nicht verpflichtet, einer Kapitalerhöhung zuzustimmen oder an dieser teilzunehmen. Das eröffnet Raum für Verhandlungen.

113 Wozu bspw. auch der Antrag auf eine Sonderuntersuchung gehört; zum Thema der Streitbeilegung und den typischerweise enthaltenen Pflichten vgl. Gerhard, Vergleichsvereinbarung, 475 ff.

114 Häusermann, Relationship Agreements, 249 m.w.H.

115 Empfehlung der UEK- 345/1 i.S. Sulzer AG vom 6. Dezember 2007, Sachverhalt G.; dazu etwa Hartmann/Singer, 549.

116 Dazu Gerhard, PIPEs, 256 ff.

117 Hartmann/Singer, 549.

dd) Austausch von Informationen

Relationship Agreements dienen in der Regel auch der Regelung des Informationsflusses zwischen der Gesellschaft und ihren Ankeraktionären, deren Informationsbedarf oft über die öffentlich verfügbaren Informationen hinausgeht. Während Aktionären privater Gesellschaften, die zusammen mindestens 10% des Kapitals oder der Stimmen vertreten, von Gesetzes wegen ein schriftliches Auskunftsrecht ausserhalb der Generalversammlung zusteht, beschränkt sich das Auskunftsrecht der Aktionäre einer kotierten Gesellschaft grundsätzlich auf das Auskunftsrecht anlässlich der Generalversammlung.[118] Vor diesem Hintergrund sehen *Relationship Agreements* häufig Informationsrechte zugunsten der Aktionäre vor. Dies ist selbst dann erforderlich, wenn der Aktionär im Verwaltungsrat vertreten ist, da der Zugang von Verwaltungsratsmitgliedern zum Management und zu den Büchern und Akten der Gesellschaft gesetzlich beschränkt ist[119] und Organisationsreglemente von Publikumsgesellschaften das Recht auf Auskunft und Einsichtnahme selten erweitern.

Da auch der Aktionärsvertreter einer Geheimhaltungspflicht[120] untersteht, sollte das *Relationship Agreement* aus gesellschafts-, börsen- und wettbewerbsrechtlicher Sicht auch regeln, welche Informationen, die der Vertreter als Verwaltungsratsmitglied erhält, an den Aktionär weitergegeben werden dürfen.[121] Gesellschaftsrechtlich bildet das Gebot der (relativen) Gleichbehandlung der Aktionäre die Grenze für eine direkte Informationsweitergabe an Ankeraktionäre.[122] Eine solche Weitergabe ist nur zulässig, wenn sie durch das Gesellschaftsinteresse gerechtfertigt ist, auf sachlichen Gründen beruht und das Verhältnismässigkeitsprinzip eingehalten wird.[123] Ein gesellschaftliches Interesse kann etwa bestehen, wenn durch den Abschluss eines *Relationship Agreements* ein Ankeraktionär gewonnen bzw. gehalten werden kann[124] oder wenn der Aktionär durch den Abschluss des *Relationship Agreements* zu einem bestimmten Tun oder Unterlassen verpflichtet werden soll.[125] Werden vertrauliche, kursrelevante Informationen[126] weitergegeben, sind zudem die bör-

118 Art. 697 OR.

119 Art. 715a Abs. 3 OR.

120 Art. 717 Abs. 1 OR.

121 Vgl. zu dieser Problematik Gericke, Ménage à Trois, 150 ff.

122 Vgl. Häusermann, Relationship Agreements, 249 f. zum diesbezüglichen Lehrstreit.

123 Vgl. Gerhard, PIPEs, 65 f.

124 Vgl. Watter/Dubs, 14.

125 Vgl. Watter/Dubs, 14 unter Verweis auf eine wettbewerbsrechtlich getriebene Vereinbarung zwischen Julius Bär und UBS.

126 Art. 2 lit. j des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2025 (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG, SR 958.1).

senrechtlichen Bestimmungen zum Insiderhandel zu beachten. Diese können im *Relationship Agreement* adressiert werden,[127] indem vereinbart wird, dass die Gesellschaft entweder keine Insiderinformationen offenlegen darf (sodass der Aktionär jederzeit mit den Beteiligungspapieren der Gesellschaft handeln kann) oder indem sich der Aktionär dazu verpflichtet, die anwendbaren Vorschriften des Börsenrechts zu befolgen.[128] Der Aktionär muss sich ausserdem dazu verpflichten, die von der Gesellschaft erhaltenen nicht-öffentlichen Informationen vertraulich zu behandeln und nicht für andere Zwecke als im Hinblick auf seine Beteiligung an der Gesellschaft zu nutzen.[129] Schliesslich sind auch die wettbewerbsrechtlichen Schranken zu beachten, wenn wettbewerbsrelevante Informationen ausgetauscht werden.[130]

ee) Veränderungen der Beteiligung an der Gesellschaft

Weiter können in einem *Relationship Agreement* auch Abreden über Veränderungen der Beteiligung des Aktionärs an der Gesellschaft getroffen werden, wobei diese eher im Interesse der Gesellschaft des Aktionärs liegen. Ein Aktionär kann sich dazu verpflichten, seine Beteiligung zu reduzieren oder, nicht zu reduzieren, sie zu erhöhen oder nicht zu erhöhen oder kein Übernahmeangebot zu lancieren, sofern dieses vom Verwaltungsrat nicht unterstützt wird.[131] Ebenso kann vorgesehen werden, dass der Aktionär seine Beteiligung nur in marktschonender Weise reduzieren oder nur im Rahmen eines vom Verwaltungsrat empfohlenen Übernahmeangebots andienen darf,[132] sofern dieses die

---

127 Vgl. hierzu Häusermann, Relationship Agreements, 245.

128 Diesbezüglich sind die beiden Safe-Harbor-Bestimmungen von Art. 128 der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA, FinafraV-FINMA, SR 958.111) zu berücksichtigen, deren Anwendungsbereich jedoch relativ eng ist. Siehe auch Art. 54 Abs. 2 des Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange AG zum Bekanntgabeaufschub bei der Ad-hoc-Publizität. Zur Anwendung von Art. 128 FinfraV im Zusammenhang mit der Informationsweitergabe an Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat vgl. Olgiati, 85 ff.

129 Ähnlich Olgiati, 94. Keine Stütze im Aktienrecht hat die Theorie einer (anscheinend automatischen) Übertragung der gesetzlichen Geheimhaltungspflicht des Aktionärsvertreters im Verwaltungsrat auf den Ankeraktionär, der vom Aktionärsvertreter vertrauliche Informationen der Gesellschaft erhält (so aber Watter/Dubs, 32, und wohl auch Hartmann/Singer, 547). Eine derartige gesetzliche Geheimhaltungspflicht des Aktionärs in Bezug auf Informationen, die nicht unter den Insidertatbestand fallen, scheint nur denkbar, wenn dieser – aus anderen Gründen – zum faktischen Organ der Gesellschaft wird.

130 Dazu in der Übersicht statt aller Reinert, Art. 4 Abs. 1, BSK KG, Rz. 112.

131 Vgl. betreffend PIPE-Transaktionen Gerhard, PIPEs, 263 f.; Häusermann, Relationship Agreements, 251 m.w.H. Vgl. zu etwas anders gelagerten Konstellationen Watter/Hoch, *passim*.

132 Gerhard/Humbel, 271.

definierten Anforderungen erfüllt.[133] Solche Abreden können bspw. bei PIPE-Transaktionen (*Private Investment in Public Equity*) relevant sein, um etwa die Befürchtung auszuräumen, die Transaktion diene lediglich der Vorbereitung einer Übernahme (*Standstill*)[134] oder um den Investor für eine gewisse Dauer investiert zu halten (*Lock-up*).[135]

III. Private Elemente im M&A von Publikumsgesellschaften

1. Sell-down Vereinbarungen und Andienungsverpflichtungen

a) Einleitung

Klassische Aktionärsvereinbarungen (bspw. mit Vorkaufsrechten oder *Tag*-und *Drag-Along*-Klauseln) zwischen Grossaktionären enden typischerweise nach einem Börsengang (*Initial Public Offering* [IPO]). Vollzieht ein Unternehmen, an dem einige Aktionäre (z.B. Private-Equity-Fonds) grosse Beteiligungen halten, ein IPO, koordinieren die Grossaktionäre im Anschluss des IPOs jedoch häufig einen geordneten, schrittweisen Abbau ihrer Beteiligungen (sog. *Sell-Down*) oder vereinbaren sogar Andienungsverpflichtungen. Ziel solcher Vereinbarungen ist es, die Kursstabilität im Nachgang eines IPOs zu fördern, Marktturbulenzen zu vermeiden und einen geordneten Übergang von einem von wenigen Grossinvestoren dominierten Aktionariat zum echten *Free Float* zu gewährleisten.[136] In der Regel ist die Gesellschaft selbst nicht Partei einer solchen Vereinbarung.[137]

Sell-Down-Verpflichtungen bezeichnen vertragliche Abreden, wonach sich Grossaktionäre verpflichten ihre Aktien nach Ablauf einer Sperrfrist (*Lock-up*) nur kontrolliert und koordiniert zu veräussern. Dies kann bspw. bedeuten, dass Verkäufe zeitlich gestaffelt oder nur bis zu bestimmten Höchstvolumen erfolgen. Während der Laufzeit der Vereinbarung können Verkäufe durch koordinierte Veräusserung in der Form eines Paketverkaufs, einer Privatplat-

---

133 Vgl. dazu z.B. die im *Relationship Agreement* zwischen der CGM CMA S.A. und der CEVA Logistics AG vorgesehene Andienungspflicht, welche voraussetzte, dass der Angebotspreis des Drittangebotes den Emissionspreis überstieg (vgl. Prospekt CEVA Logistics AG, 54).

134 Um ein unabsichtliches Auslösen der Pflichtangebotsregel (Art. 135 FinfraG) zu verhindern, kann es sinnvoll sein, auch die Anzahl eigener Aktien, welche die Gesellschaft und ihre Tochtergesellschaften halten dürfen, vertraglich zu begrenzen.

135 Gerhard, PIPEs, 263 f.; Häusermann, Relationship Agreements, 251 m.w.H.

136 Gerhard/Humbel, 269.

137 Die Gesellschaft kann Partei der *Lock-up*- oder *Standstill*-Verpflichtungen sein. Vgl. oben, Kap. II.2.d)ee).

zierung oder eines *Accelerated Bookbuilding*-Verfahrens initiiert werden, wobei die nicht initiierenden Aktionäre jeweils zu den gleichen Bedingungen *pro rata* ihrer Beteiligung (oder in einem geringeren Umfang) partizipieren können. Ohne Koordination könnte ein simultaner Ausverkauf aller Grossaktionäre nach Ablauf der *Lock-up*-Frist erheblichen Preisdruck auf den Aktienkurs ausüben (sog. *Overhang*-Effekt).[138] Ein Beispiel für einen koordinierten *Sell-Down* lässt sich an der im Jahr 2024 an der SIX an die Börse gegangenen Galderma Group AG illustrieren: Deren Private-Equity- bzw. Staatsfonds-Investoren haben ihre Beteiligung seit dem IPO in mehreren Tranchen über *Accelerated Bookbuilding* reduziert.[139] Ebenfalls schlossen die Ankeraktionäre der SMG Swiss Marketplace Group Holding AG im Zusammenhang mit deren Börsengang im September 2025 ein *Sell-Down Coordination Agreement* ab.[140]

Andienungsverpflichtungen sind demgegenüber Klauseln, die Aktionäre verpflichten, ihre Aktien unter gewissen Bedingungen einem bestimmten Erwerber anzubieten oder an einem gemeinsamen Verkauf teilzunehmen. Im Kern handelt es sich um Mitverkaufs- bzw. Verkaufsverpflichtungen unter den Aktionären. Klassische Beispiele aus privaten Transaktionen sind *Drag-Along*-Klauseln, bei denen Mehrheitsaktionäre die Minderheitsaktionäre zwingen können, ihre Anteile im Falle eines Unternehmensverkaufs mitzuverkaufen. Im selben Kontext treten auch *Tag-Along*-Rechte auf, welche Mitverkaufsrechte gewähren. Andienungsverpflichtungen kommen im Umfeld börsenkotierter Gesellschaften insbesondere dann zum Tragen, wenn ein Drittinvestor ein Übernahmeangebot unterbreitet oder ein Grossaktionär seine Beteiligung an einen strategischen Käufer verkaufen will. Diesfalls ermöglichen Andienungsverpflichtungen sowohl den Erwerb grösserer Aktienpakte wie auch, dass ein Kontrollwechsel nicht blockiert wird. Eine Andienungsverpflichtung kann Bedingungen unterstellt werden. So wurde etwa beim IPO der CEVA Logistics AG vereinbart, dass die Andienungsverpflichtung innerhalb der ersten zwei Jahre nach dem Börsengang nur greife, falls das vom Verwaltungsrat unterstützte Drittangebot einen höheren Preis biete als der erzielte Emissionspreis.[141] Dies verhindert, dass Kernaktionäre zu einem Preis unterhalb des IPO-Niveaus zum Verkauf gezwungen würden, und gewährleistet zugleich ein koordiniertes Andienen bei attraktiven Übernahmeangeboten. Andienungsverpflichtungen können auch im Rahmen eines gestaffel-

138 Gerhard/Humbel, 269.

139 Vgl. z.B. Cerqueiro, o.S.; EQT AB, EQT completes sale of shares in Galderma Group AG vom 31. Juli 2025, Medienmitteilung vom 31. Juli 2025, <https://eqtgroup.com/news/eqt-completes-sale-of-shares-in-galderma-group-ag-2025-07-31> (zit. EQT, Medienmitteilung)., o.S.

140 Verfügung der UEK 914/01 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG vom 9. September 2025, Sachverhalt J. und K.

141 Prospekt CEVA Logistics AG, 54.

ten *Sell-Downs* vereinbart werden, wenn ein strategischer Käufer Aktien erwirbt und die Ankeraktionäre sich die Option auf ein Übernahmeangebot eines Dritten für die verbleibenden Aktien vorbehalten möchte.[142]

b) Zivilrechtliche und gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

Da Aktien frei handelbar sind, ist die Durchsetzung der *Sell-Down*-Verpflichtungen kaum möglich. Verstösst ein Aktionär gegen seine vertraglichen Pflichten, indem er z.B. vorzeitig Aktien verkauft, lässt sich der *status quo ante* in der Regel nicht mehr herstellen, da der Verkauf gegenüber einem gutgläubigen Erwerber wirksam bleibt. Die Rechtsfolgen eines Vertragsbruchs beschränken sich daher meist auf Schadenersatzansprüche der übrigen Vertragspartner. Um die Einhaltung der vertraglichen Verpflichtungen sicherzustellen, empfiehlt es sich, im Vertrag entsprechende Sanktionen, wie etwa Konventionalstrafen, vorzusehen. Ist die Gesellschaft Partei eines *Sell-Down*– oder Andienungsabkommens, ist den anwendbaren gesellschaftsrechtlichen Grundsätzen Rechnung zu tragen. So dürfen Entscheidungen des Verwaltungsrats durch die Aktionärsabreden nicht präjudiziert werden und die Gleichbehandlung der Aktionäre[143] ist zu gewährleisten. Die unter diesem Kapitel diskutierten Vereinbarungen beziehen sich jedoch primär auf das Verhältnis der Grossaktionäre untereinander und auf deren Vermögensrechte.[144]

Vereinbarungen, die im Anschluss an ein IPO abgeschlossen werden, sind in der Regel befristeter Natur. Ausserdem wird in der Regel vereinbart, dass ein Aktionär vor Ablauf der Vertragslaufzeit von seinen vertraglichen Pflichten entbunden wird, wenn seine Beteiligung unter einen definierten Schwellenwert fällt, häufig ein Prozentsatz unterhalb einer kontrollrelevanten Grösse. So sieht z.B. das *Sell-Down Coordination Agreement* der Ankeraktionäre der SMG Swiss Marketplace Group Holding AG eine zweijährige Laufzeit vor, wobei ein Aktionär jedoch vor Ablauf der Laufzeit von seinen vertraglichen Pflichten ent-

---

142 Als die Aktionärsgruppe um den Private-Equity-Fonds EQT im August 2024 eine Beteiligung von 10% an der Galderma Group AG an L'Oréal S.A. veräusserte, vereinbarten die Aktionärsgruppe und L'Oréal S.A. eine Andienungsverpflichtung zu Lasten von L'Oréal S.A. für den Fall, dass die Aktionärsgruppe ihre verbleibenden Aktien im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots für sämtliche Aktien der Galderma Group AG anbieten würde (vgl. Galderma Group AG, Ad hoc-Mitteilung vom 5. August 2024 <https://investors.galderma.com/news-releases/news-release-details/galderma-pursue-new-scientific-partnership-loreal-further>).

143 Art. 717 Abs. 2 OR.

144 In Bezug auf die Gesellschaft als Vertragspartei sowie auf Vereinbarungen betreffend Stimmrechte oder Organbeschlüsse sei auf die Ausführungen unter Kap. II.2.d)ee), verwiesen.

bunden wird, wenn seine Beteiligung unter 5% sinkt.[145] Dies soll sicherstellen, dass die Aktien der Gesellschaft langfristig wieder vollständig handelbar sind.

c) Kapitalmarktrechtliche Implikationen

Die Koordination von Aktienverkäufen durch Grossaktionäre löst in der Regel die Meldepflicht nach Art. 120 FinfraG aus. Aktionäre oder in gemeinsamer Absprache handelnde Aktionärsgruppen sind verpflichtet, eine Offenlegungsmeldung vorzunehmen, sobald sie bestimmte Schwellenwerte über- oder unterschreiten.[146] Obschon *Sell-Down*-Abreden primär der Koordination des Verkaufs der Beteiligungen dienen, ist bei deren Formulierung Vorsicht geboten. Geht die Vereinbarung über eine reine Verkaufskoordinierung hinaus, indem sie z.B. auch Absprachen über die Ausübung von Stimmrechten, das Verhalten bei Übernahmeangeboten oder andere strategische Entscheidungen umfasst, besteht das Risiko, dass die Vertragsparteien als in gemeinsamer Absprache handelnde Personen «im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft» i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA qualifiziert werden. Eine Beherrschungsabsicht wird bereits dann angenommen, wenn der gemeinsame Erwerb von Aktien eine Beherrschung objektiv ermöglicht und auf Grund der Umstände darauf zu schliessen ist, dass eine Beherrschung angestrebt wird. Eine subjektive Beherrschungsabsicht ist hingegen nicht erforderlich.[147] Übernahmerechtliche Konsequenz einer solchen Qualifikation wäre eine Angebotspflicht auf alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft bei einem Überschreiten der Schwelle von 33⅓% (bzw. von bis zu 49% bei einem *Opting-Up*) der Stimmrechte.[148] Entsprechend sind *Sell-Down*-Vereinbarungen so zu gestalten, dass sie keine ungewollte Gruppenbildung im übernahmerechtlichen Sinn begründen. In der Praxis wird daher häufig explizit festgehalten, dass die Koordination ausschliesslich dem geordneten Verkauf der Beteiligungen dient und die Vereinbarung keine Stimmrechtsabsprachen beinhaltet, um einer Qualifikation als Absprache «im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft» entgegenzuwirken.[149]

---

145 Verfügung der UEK 914/1 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG, Sachverhalt K.

146 Art. 120 Abs. 1 FinfraG.

147 BGE 130 II 530 ff. E. 6.5.7.

148 Art. 135 FinfraG.

149 Vgl. in diesem Sinne auch Verfügung der UEK 914/1 i.S. SMG Swiss Marketplace Group Holding AG vom 9. September 2025, Sachverhalt M und E. 2.2.1 f. Die UEK attestierte der Gruppe von Ankeraktionären zugleich auch ein Mangel an Beherrschungsabsicht unter dem *Relationship Agreement*, weil die dort vereinbarte Koordination sich lediglich darauf bezog, jeweils einen Aktionärsvertreter und eine Mehrheit von unabhängigen Verwaltungsräten zu wählen, wodurch den Aktionären gerade keine Beherrschung ermöglich werde (a.a.O., E. 2.2.3 f.).

Zu beachten sind auch die börsenrechtlichen Bestimmungen zur Ad hoc-Publizität und zum Insiderhandel. Da *Sell-Down-Agreements* das künftige Angebot an Aktien am Markt massgeblich beeinflussen können, stellt deren Existenz in der Regel eine kursrelevante Tatsache dar, die im Prospekt oder in einer Ad hoc-Meldung offenzulegen ist.[150] Verfügen die beteiligten Grossaktionäre über Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat oder über Aktionärsrechte[151], die ihnen Zugang zu Insiderinformationen verschaffen, sind beim Verkauf von Aktien die Bestimmungen zum Insiderhandel zu beachten.[152] Aktionäre mit Zugang zu Insiderinformationen müssen für ihre Verkäufe entsprechende Handelsfenster abwarten (z.B. kurz nach Veröffentlichung der Geschäftszahlen). Alternativ können sie sog. *Trading Plans* analog der *Rule* 10b5-1 des *U.S. Securities Exchange Act* aufstellen, sodass der Verkauf regelbasiert und unabhängig von etwaigem Insiderwissen erfolgt. Ein koordiniertes Vorgehen mehrerer Insider birgt zusätzliche Compliance-Risiken. In den USA sind Fälle bekannt, in denen mehrere vorbörsliche Investoren sog. Koordinationskomitees einsetzen, um ihre Verkäufe abzustimmen, ohne gegen Insiderhandelsverbote zu verstossen. Solche Komitees informieren sich wechselseitig über beabsichtigte Verkäufe und ermöglichen den anderen, daran teilzunehmen oder zu widersprechen. Eine solche Abstimmung muss legitimen Zwecken dienen, d.h. insbesondere der Vermeidung von Marktstörungen. Unzulässig wäre eine Abstimmung, die darauf abzielt, den Aktienkurs zu beeinflussen oder ein Verkaufsverbot faktisch zu verlängern.

Auch in Bezug auf allfällige Andienungsverpflichtungen ist auf das Übernahmerecht hinzuweisen. Es ist zulässig, dass Grossaktionäre sich im Voraus verpflichten, ein Übernahmeangebot anzunehmen. Diese *Irrevocable Undertakings* sind in der Regel im Angebotsprospekt offenzulegen. Es steht einem Bieter zudem offen, den Vollzug seines Angebots von einer Mindestannahmequote abhängig zu machen, die nur erreicht wird, wenn auch die Grossaktionäre ihre Aktien andienen. Auf diese Weise wird sichergestellt, dass die eingegangenen Andienungsverpflichtungen erfüllt werden. Auch bei der Formulierung der Andienungsverpflichtungen ist darauf zu achten, dass durch den koordinierten Verkauf nicht eine Angebotspflicht[153] ausgelöst wird, wenn

---

150 Vgl. dazu z.B. Prospekt CEVA Logistics AG, 41 und 137; Galderma Group AG, Galderma to pursue a new scientific partnership with L'Oréal to further advance its category leadership in dermatology, Ad hoc-Meldung vom 5. August 2024, <https://investors.galderma.com/news-releases/news-release-details/galderma-pursue-new-scientific-partnership-loreal-further>, 246 und SMG Swiss Marketplace Group Holding AG, Prospekt vom 11. September 2025, 60 und 177 f., in welchen entsprechende Vereinbarungen beschrieben werden.

151 Siehe dazu Kap. IV.2.c)dd).

152 Siehe dazu Kap. IV.2.b).

153 Art. 135 FinfraG.

dieser als gemeinsames Handeln qualifiziert wird. In der Praxis erfolgt ein koordinierter Verkauf aber meist so, dass der Käufer mit jedem Verkäufer separate Kaufvereinbarungen abschliesst. Die Verkäufer handeln in diesem Fall nicht gemeinsam, sondern parallel, was aus übernahmerechtlicher Sicht unbedenklich ist.

d) Fazit

Die zunehmende Beteiligung von Finanzinvestoren an IPOs und die Tatsache, dass ein Börsengang für Private-Equity-Fonds häufig *nur der Beginn des Exit-Prozesses* und nicht dessen Abschluss darstellt, haben zur Verbreitung der beschriebenen Vereinbarungen geführt. In der Schweiz wie international beobachten Rechtspraktiker vermehrt innovative Ansätze, um einen Ausgleich zwischen Liquiditätsbedarf der Altaktionäre und Marktinteressen der Neuinvestoren zu schaffen. So ist z.B. der Begriff «*Orderly Market*»-Agreement mittlerweile fester Bestandteil vieler Emissionsdokumente, wo solche Abreden transparent gemacht werden. Koordinationsmechanismen wie gemeinsame Verkaufstransaktionen oder abgestimmte Zeitpläne gelten fast als *Best Practice*, vor allem wenn mehrere Private-Equity-Sponsoren beteiligt sind. Auch werden Lock-up-Fristen heute nicht mehr starr gehandhabt: Häufig vereinbaren Underwriter und Altaktionäre phasenweise Lockerungen oder partielle Freigaben aus dem Lock-up sobald bestimmte Bedingungen erfüllt sind (z.B. Zeitablauf von z.B. 90, 180, 360 Tagen). Solche flexible Ansätze erlauben einen früheren Teilverkauf, sofern der Markt aufnahmefähig ist, ohne jedoch das Vertrauen zu erschüttern – manchmal werden diese *Lock-up Releases* an die Bedingung geknüpft, dass ein koordinierter Verkauf (etwa via Secondary Offering) erfolgt, statt wild am Markt zu verkaufen.

Trotz ihrer Vorteile werfen *Sell-Down*– und Andienungsvereinbarungen auch praktische Probleme auf. Zentrales Spannungsfeld ist die unterschiedliche Interessenlage der beteiligten Investoren, die abhängig vom Liquiditätsdruck und der Anlagedauer divergiert.[154] Diesem Umstand kann durch vertragliche Abreden, wie etwa durch Härtefallklauseln oder Notausstiegen, Rechnung getragen werden. Darüber hinaus kann es vorkommen, dass die vertraglich vorgesehen Verkaufsfenster ungeeignet sind. Um dem dynamischen Marktumfeld Rechnung zu tragen, sollte den Parteien daher genügend Ermessensspielraum eingeräumt werden.

---

[154] So muss ein Private-Equity-Fonds, dessen Fonds-Vehikel am Ende der Lebensdauer ist, womöglich schneller verkaufen als ein Co-Investor mit längerem Anlagehorizont.

2. Earn-Out bei öffentlichen Übernahmen: CVRs als Lösung

a) Einleitung

Earn-out-Klauseln sind bei privaten M&A-Transaktionen ein bewährtes Instrument, um Bewertungsdifferenzen zwischen Käufer und Verkäufer zu überbrücken.[155] Dabei wird ein Teil des Kaufpreises erst ausbezahlt, wenn bestimmte Ziele erreicht wurden (sog. *Earn-out*). Dies reduziert das Risiko einer Überbezahlung für den Käufer. Die Zahlung des *Earn-outs* kann vom Erreichen definierter finanzieller Kennzahlen oder vom Eintritt wesentlicher positiver Unternehmensereignisse (sog. Meilensteine) abhängig gemacht werden.[156] Ein *Earn-out* bei der Übernahme einer börsenkotierten Gesellschaft ist komplexer. Das Schweizer Übernahmerecht stellt strenge Anforderungen an den Angebotspreis. Neben dem allgemeinen Gleichbehandlungsgrundsatz[157], der sich auf den Gegenstand des Angebots, den Preis und die Bedingungen bezieht[158], sind insbesondere die *Best Price Rule*[159] und die, nur bei Pflichtangeboten greifende, Mindestpreisregel[160] zu beachten. Diese Anforderungen erschweren die Vereinbarung von *Earn-outs*.

Da die Übernahme Publikumsgesellschaften oftmals mit erheblichen Bewertungsrisiken verbunden ist, besteht in der Praxis das Bedürfnis nach einem Instrument, das die Festlegung eines kontingenten Kaufpreises ermöglicht. Eine Möglichkeit, diesem Bedürfnis nachzukommen, sind sog. *Contingent Value Rights* (CVRs).[161] Seit ihrem Aufkommen in den 1980er-Jahren dienen CVRs traditionell der Preissicherung bei Angeboten mit einer Tauschkomponente. Sie sichern die angebotene Gegenleistung durch eine Kursgarantie zugunsten der Aktionäre der Zielgesellschaft ab[162]. In jüngerer Zeit gewinnen auch CVRs an Bedeutung, die ökonomisch mit einem *Earn-out* vergleichbar sind und entweder an die Geschäftsentwicklung (performancebezogene CVRs) oder an bestimmte Ereignisse bei der Zielgesellschaft (ereignisbezogene CVRs) anknüpfen.[163]

---

155 Über den Earn-out in der Schweiz, vgl. zuletzt Werder *et al.*, 181 ff.

156 Vgl. die ausführliche Definition des *Earn-outs* und der Meilensteine bei Werder *et al.*, 183 ff.

157 Art. 127 Abs 2 FinfraG; Art. 9 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1).

158 Gericke/Wiedmer, Art. 9, Kommentar Übernahmeverordnung, Rz. 16.

159 Art. 10 UEV; bei der *Best Price Rule* handelt es sich um einen Anwendungsfall des Gleichbehandlungsgrundsatzes (Gericke/Wiedmer, Art. 10, Kommentar Übernahmeverordnung, Rz. 4).

160 Art. 135 Abs. 2 FinfraG.

161 Grundlegend zu CVRs, Gerhard, CVRs, 249 ff.

162 Gerhard, CVRs, 251 ff.; Sustmann, 381.

163 Sustmann, 381.

Während CVRs in den USA bereits seit längerer Zeit bei grossen Transaktionen eingesetzt werden[164], haben sie in Europa[165] und der Schweiz bislang nur selten Verwendung gefunden. Präzedenzfall für den Einsatz von CVRs bei öffentlichen Übernahmen in der Schweiz ist die versuchte Übernahme der Sulzer AG durch die InCentive Capital AG im Jahr 2001, im Zuge welcher die UEK die Zulässigkeit einer Abgabe von CVRs im Rahmen eines Umtauschangebots bejahte.[166] Nachdem die InCentive Capital AG den Sulzer-Aktionären zunächst wahlweise a) CHF 410 in bar oder b) 0.9 InCentive-Aktien pro Sulzer-Aktie[167] geboten hatte, erhöhte sie den Angebotspreis zu einem späteren Zeitpunkt auf a) CHF 430 in bar oder b) 1.0 InCentive-Aktie und 1.0 CVR. Das CVR war als Preissicherungs-CVR ausgestaltet und sollte die ehemaligen Sulzer-Aktionäre gegen eine möglich Kurszerfall der InCentive-Aktien in den 18 Monaten nach Veröffentlichung des Angebots absichern.[168]

---

164 Erstmals kamen CVRs im Jahr 1989 bei der Übernahme von Marion Laboratories durch Dow Chemical Co. zum Einsatz. Weitere bekannte US-Transaktionen, bei denen CVRs verwendet wurden, sind die Übernahmen von Paramount Communications und Blockbuster durch Viacom (vgl. dazu Gerhard, 250 und Sustmann, 381, Fn. 1 f. je m.w.N.). Ein jüngeres Beispiel für eine Übernahme mit einem ereignisbezogenen CVR ist die Übernahme von Celgene durch Bristol-Myers Squibb in 2019 für USD 74 Mia. Den früheren Celgene-Aktionären wurde dabei ein CVR über USD 9 pro Aktie zugesprochen, sofern Bristol-Myers Squibb innerhalb eines bestimmten Zeitraums regulatorische Zulassung für ein Medikament erhalten würde. Da die Zulassung nicht fristgerecht erteilt wurde, verfielen die CVRs wertlos. Dies führte zu Klagen von ehemaligen Celgene-Aktionären, die Bristol-Myers Squibb vorwarfen, die Zulassung bewusst verzögert zu haben, um die Zahlung zu vermeiden. Die Klagen wurden von den Gerichten inzwischen allerdings abgewiesen (Bristol Myers beats .4 billion lawsuit over delayed cancer drug, Reuters vom 30. September 2024, <https://www.reuters.com/legal/bristol-myers-beats-64-billion-lawsuit-over-delayed-cancer-drug-2024-09-30/>). Auch in der umkämpften Übernahme um Metsera im Oktober – November 2025 haben beide konkurrierende Anbieter Pfizer (Erstbieter) und Novo Nordisk (Zweitbieter) ihre Barofferte mit einem CVR versüsst, der an das Erreichen von regulatorischen Zulassungen gekoppelt ist (vgl. U.S. Securities Exchange Commission, Current Report Pursuant to Section 13 or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934, Metsera, Inc. vom 29. Oktober 2025, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/2040807/000119312525257435/d54035d8k.htm>, o.S. und Pfizer, Pfizer Completes Acquisition of Metsera, Medienmitteilung vom 13. November 2025, <https://investors.pfizer.com/Investors/News/news-details/2025/Pfizer-Completes-Acquisition-of-Metsera/default.aspx>, o.S.).

165 Ein frühes Beispiel ist AXA's Übernahme der UAP 1996, bei der die UAP-Aktionäre neben AXA-Aktien auch CVRs erhielten, die ihnen per Juni 1999 einen Preis von 157 französischen Francs pro UAP-Aktie zusicherten (Fleming, o.S.).

166 Empfehlung der UEK 0088/05 i.S. Sulzer AG vom 18. April 2001 E. 2.

167 Änderung vom 9. April 2001 des Angebotsprospekts vom 30. März 2001 der InCentive Capital AG bezüglich Erhöhung des öffentlichen Übernahmeangebotes für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Sulzer AG, Winterthur, von CHF 60 Nennwert, <https://www.takeover.ch/download/contentelements/nr/611/lang/de/>, 1.

168 Der CVR hatte ein Verfalldatum am 12. Dezember 2002. Für eine detaillierte Erläuterung des vorgesehenen CVRs, vgl. Änderung Angebotsprospekt InCentive Capital AG, 1 f.

b) Zivilrechtliche Einordnung von CVRs

Ein CVR ist ein Versprechen des Bieters zur Leistung einer zusätzlichen Zahlung, sofern die definierten aufschiebenden Bedingungen im Sinne von Art. 151 OR erfüllt sind.[169] Bedingungen können innerhalb der gesetzlichen Schranken frei vereinbart werden.[170] Zivilrechtlich sind CVRs daher unproblematisch.

CVRs können als selbständig handelbare Wertrechte ausgestaltet werden. Eine Kotierung eines CVR gewährt den Aktionären erhöhte Liquidität und eine transparente Kursbildung und kann so die Attraktivität eines Übernahmeangebots steigern. Bei einem separat gehandelten CVR handelt es sich um ein Derivat. An die Kotierung von Derivaten werden zusätzliche Anforderungen gestellt, welche im Zusatzreglement für die Kotierung von Derivaten festgelegt sind. Ein Emittent von Derivaten untersteht einer Bewilligungspflicht. In der Regel handelt es sich dabei um ein Wertpapierhaus nach Art. 5 FINIG, eine dem BankG unterstehende Bank oder ein gleichwertig beaufsichtigtes ausländisches Institut.[171] Erfüllt der Emittent die Voraussetzungen nicht, können diese durch einen Sicherheitsgeber ersetzt werden, sofern dieser mit dem Emittenten im gleichen Konzern vollkonsolidiert ist oder einer dem Konsolidierungskreis eines nach schweizerischem Recht organisierten Sicherheitsgebers angehörenden und ebenfalls schweizerischem Recht unterstehenden Gesellschaft.[172] Auch das bei der versuchten Übernahme der Sulzer AG durch die InCentive Capital AG vorgesehene CVR war als selbständig handelbares Wertrecht ausgestaltet.[173] Die InCentive Capital AG beabsichtigte, nach Vollzug des Übernahmeangebots ein Gesuch um Zulassung der CVRs zum Handel an der SWX Swiss Exchange (heute SIX Swiss Exchange) zu stellen. Die CVRs wären durch die Banken J.P. Morgan und Deutsche Bank garantiert worden.[174]

c) Gesellschaftsrechtliche Herausforderungen

Die Einführung eines *Earn-out* über CVRs im Rahmen einer Übernahme kann das Gesellschaftsrecht auf Seiten der Bieterin berühren. Handelt es sich bei der Bieterin um eine Schweizer Aktiengesellschaft, muss deren Verwaltungsrat die Transaktion so gestalten, dass sie mit seinen Treue- und Sorgfaltspflichten (Art. 717 Abs. 1 OR) vereinbar ist, die Gleichbehandlung der Aktionäre gewährleistet (Art. 717 Abs. 2 OR) und Kapitalerhaltungsvorschriften einhalten wer-

169 Zu Earn-Outs vgl. Gerhard/Reichlin, 170.
170 Widmer/Costantini, Vor Art. 151-157, BSK OR I, Rz. 1 ff.
171 Art. 6 Abs. 1-2 Zusatzreglement für die Kotierung von Derivaten vom 6. November 2024.
172 Art. 6 Abs. 4 Zusatzreglement für die Kotierung von Derivaten vom 6. November 2024.
173 Empfehlung der UEK 0088/05 i.S. Sulzer AG vom 18. April 2001, Sachverhalt E. und E. 2.2.
174 Änderung Angebotsprospekt InCentive Capital AG, 1 f.

den. Handelt es sich bei der Bieterin um eine ausländische Gesellschaft, sind die entsprechenden ausländischen Gesetzesbestimmungen anzuwenden.

Art. 717 Abs. 1 OR verpflichtet die Verwaltungsratsmitglieder, ihre Aufgaben mit aller Sorgfalt zu erfüllen und im besten Interesse der Gesellschaft zu handeln. Der Einsatz von CVRs ist im Gesellschaftsinteresse, wenn er eine im Gesellschaftsinteresse liegende Akquisition ermöglicht oder deren Durchführung zu günstigeren Konditionen erlaubt. Darüber hinaus kann ein CVR eine Überzahlung für die Aktien der Zielgesellschaft verhindern. Der Verwaltungsrat der Bieterin muss aber sorgfältig prüfen, welche finanziellen Belastungen mit dem CVR verbunden sind, diese gegebenenfalls durch Festlegung einer maximalen Zahlung begrenzen und deren Tragbarkeit für die Gesellschaft sicherstellen. Ein weiteres wesentliches Prinzip im Aktienrecht ist die Gleichbehandlung aller Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen (Art. 717 Abs. 2 OR). Erhalten durch ein Tauschangebot neu hinzugekommene Aktionäre bei Bedingungseintritt eine zusätzliche Zahlung, liegt eine Ungleichbehandlung gegenüber bestehenden Aktionären vor, die keine Zahlung erhalten. Das Schweizer Recht verlangt allerdings nur eine relative Gleichbehandlung, das heisst eine Gleichbehandlung unter gleichen Voraussetzungen. Eine Ungleichbehandlung muss durch das Gesellschaftsinteresse sachlich gerechtfertigt und verhältnismässig sein.[175] Bei nachträglicher Zahlung an die neuen Aktionäre aufgrund eines CVRs handelt es sich ökonomisch gesehen um einen Teil des Kaufpreises für die Aktien der Zielgesellschaft. Ein sachlicher Grund für die Zahlung liegt vor, wenn die Aktionäre ohne Gewährung des CVRs ihre Aktien nicht angedient hätten. Zudem kann die Gewährung von CVRs die Liquidität der Bieterin schonen und diese vor einer Überzahlung schützen.[176] Folglich kann von einer Verletzung des Gleichbehandlungsgebots von Art. 717 Abs. 2 OR nicht gesprochen werden, sofern die Transaktion insgesamt im Gesellschaftsinteresse liegt. Auch aus Sicht der dem Kapitalschutz dienenden Vorschriften des Gesellschaftsrechts sind ereignis- und performancebezogene CVRs unproblematisch, insbesondere da die nachträgliche bedingte Zahlung ein Teil des Kaufpreises und keine Ausschüttung darstellt.[177]

d) Übernahmerechtliche Herausforderungen

Das öffentliche Übernahmerecht stellt spezifische Anforderungen an den Preis und die Abwicklung eines Angebots. Zentrale Prinzipien sind hierbei das

175 Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 23.

176 Vgl. Gerhard, CVRs, 277 ff.; zum deutschen Recht vgl. Sustmann, 387 f.

177 Vgl. Gerhard, CVRs, 270 ff. für eine Analyse zur Anwendbarkeit der Kapitalschutzvorschriften auf die Preissicherung dienenden CVRs.

Pflichtangebot, die Mindestpreisregel, die Best Price Rule sowie die Gleichbehandlung. Ein Earn-out mittels CVR muss so konzipiert sein, dass diese Regeln eingehalten werden.

aa) Pflichtangebot und Mindestpreis

Sobald ein Bieter durch den Aktienkauf die Kontrolleschwelle von 33⅓% der Stimmrechte[178] überschreitet und kein *Opting-Out* in den Statuten der Zielgesellschaft besteht, muss er gemäss Art. 135 Abs. 1 FinfraG ein Pflichtangebot für alle kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft unterbreiten. Das Pflichtangebot unterliegt einem Mindestpreis: Gemäss Art. 135 Abs. 2 FinfraG i.V.m. Art. 42 FinfraV-FINMA entspricht der Angebotspreis mindestens dem höheren der beiden folgenden Werte: (a) dem volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktien der Zielgesellschaft in den letzten 60 Börsentagen vor der Veröffentlichung des Angebots, und (b) dem höchsten Preis, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten vor dem Angebot für Aktien der Zielgesellschaft bezahlt hat. Diese Mindestpreisregel ermöglicht es den Aktionären mindestens zum Börsenkurs vor dem Kontrollwechsel auszusteigen und verhindert, dass Grossaktionäre eine *Kontrollprämie* erhalten und die Minderheitsaktionäre zu einem niedrigeren Preis abgefunden werden.[179] Ein Earn-Out birgt die Gefahr, dass der garantierte Teil des Angebotspreises zu niedrig angesetzt wird und die Aktionäre bei ausbleibendem Bedingungseintritt im schlechtesten Fall weniger erhalten als es die Mindestpreisregel vorschreibt. In der Praxis ist daher sicherzustellen, dass bereits der fixe Teil des Angebotspreises die Mindestpreisanforderungen erfüllt.[180] Das schweizerische Übernahmerecht verlangt zudem einen Nachweis der Finanzierungsfähigkeit (*Certainty of Funds*) zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospekts (Art. 20 UEV). Die Prüfstelle hat zu bestätigen, dass der Bieter die nötigen Mittel für die Abwicklung des Angebots bereitstellt (Art. 27 Abs. 1 lit. c UEV). Bei Earn-Out-Zahlungen könnte mittels einer Bankgarantie oder einer *Escrow*-Vereinbarung über den Maximalbetrag des CVR sichergestellt werden, dass die Auszahlung an die Berechtigten auch bei späterem Eintritt der Be-

178 Zielgesellschaften können den Grenzwert in ihren Statuten bis auf 49% der Stimmrechte anheben (sog. *Opting-up*; Art. 135 Abs. 1 FinfraG).

179 Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 75.

180 Technisch kann jedoch auch die Meinung vertreten werden, dass der Basispreis plus der Wert des CVRs dem Mindestpreis entsprechen muss, wenn der CVR gegen einen Kurszerfall der zum Tausch angebotenen börsenkotierten Aktien schützen soll. Der Wert des CVR kann nämlich jederzeit auf Basis eines Optionspreismodells bestimmt werden. Bei einem CVR, der als Earn-out gestaltet ist, wird eine Bewertung jedoch schwierig sein, da sich die Wahrscheinlichkeit des Erreichens der Meilensteine nur schwer mit einem Optionsmodell bewerten lässt.

dingung gewährleistet ist und die vorgenannten Anforderungen damit erfüllt werden.

bb) Best Price Rule

Die *Best Price Rule* schreibt vor, dass der Bieter, der von der Veröffentlichung des Angebotes bis 6 Monaten nach Ablauf der Nachfrist Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erwirbt, diesen Preis allen Empfängern des Angebotes anzubieten hat (Art. 10 Abs. 1 UEV). Dies verhindert, dass ein Bieter nach Abschluss des Angebots einzelnen verbleibenden Aktionären selektiv einen höheren Preis zahlt, ohne den früheren Verkäufern denselben Preis zukommen zu lassen und dient damit der Gleichbehandlung der Angebotsempfänger.[181] Für Earn-Outs bedeutet dies, dass die zusätzlichen Zahlungen allen Angebotsempfängern zugutekommen müssen. Da das CVR *von Anfang an Teil des Angebotspreises* bildet und allen Anbietern gleichermassen zukommt, stellt eine spätere Zahlung aufgrund des CVR nur die verzögerte Zahlung eines Teils des Angebotspreises und kein Erwerb zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis dar.

Problematisch wäre es hingegen, wenn der Bieter nur ausgewählten Aktionären ein CVR gewähren würde. Die UEK wertet solche Sonderleistungen als *geldwerte Vorteile*, die in die Berechnung des Angebotspreises einfliessen.[182] Die UEK hat klargestellt, dass geldwerte Leistungen, wie z.B. Verkaufsrechte, grundsätzlich *allen* Aktionären angeboten werden müssen und nur bei Vorliegen eines sachlichen Rechtfertigungsgrunds von diesem Grundsatz abgewichen werden darf.[183] Andernfalls verstösst der Bieter gegen die Gleichbehandlungspflicht und die damit zusammenhängende *Best Price Rule*.[184] Der zeitliche Anwendungsbereich der *Best Price Rule* knüpft an das Verpflichtungsgeschäft, wodurch sämtliche Rechtsgeschäfte zwischen Veröffentlichung und sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist in ihren Anwendungsbereich fallen, selbst wenn der Vollzugszeitpunkt bzw. die Bestimmbarkeit des Kaufpreises auf ei-

---

181 Linder, 115 ff.

182 Vgl. auch die Berücksichtigung von Nebenleistungen beim vorausgegangenen Erwerb (Art. 43 Abs. 4 FinfraG-FINMA).

183 Vgl. Empfehlung der UEK 0170/02 i.S. Bon appétit Group AG vom 28. August 2003, E. 4.1.3, wonach die unentgeltliche Einräumung eines Verkaufsrecht an eine Aktionärsgruppe der Zielgesellschaft von der UEK als zulässig erachtet wurde, da die Einräumung eines Verkaufsrechts an sämtliche Angebotsempfänger für die Transparenz des Angebots nicht förderlich und wenig praktikabel gewesen wäre und die Einräumung des Verkaufsrechts aus Gründen erfolgte, die auf die übrigen Angebotsempfänger nicht zutrafen.

184 Gemäss Gericke/Wiedmer statuiert die *Best Price Rule* eine Sanktion für eine Verletzung des Gleichbehandlungsgrundsatzes (vgl. dies., Art. 10, Kommentar Übernahmeverordnung, Rz. 5).

nen späteren Zeitpunkt fällt.[185] Die *Best Price Rule* ist daher auch von Bedeutung, wenn aufgrund des CVR zu einem Zeitpunkt später als sechs Monate nach der Nachfrist Zahlungen getätigt werden.

cc) Gleichbehandlung im Übernahmerecht

Das Übernahmerecht verlangt allgemein, dass alle Aktionäre gleich behandelt werden.[186] Konkret bedeutet dies, dass allen Aktionären derselben Aktienkategorie die gleichen Bedingungen, insbesondere den gleichen Preis, offeriert werden müssen. Wird ein CVR eingeräumt, muss dieses jedem Anteilseigner in gleicher Weise eingeräumt werden. Werden Wahlrechte[187] gewährt, müssen auch diese jedem Aktionär derselben Aktienkategorie gewährt werden. Der Grundsatz der Transparenz[188] verlangt, dass sämtliche Angebotsbestandteile – auch bedingte – im Angebotsprospekt offengelegt werden müssen. Die UEK verlangt, dass der Angebotspreis *transparent und für einen durchschnittlichen Anleger verständlich beschrieben* sein muss, damit die Aktionäre eine informierte Entscheidung treffen können. Der Angebotspreis muss bestimmt oder zumindest bestimmbar sein.[189] Komplexe CVR-Klauseln sollten daher im Angebotsprospekt verständlich erläutert und die Erläuterungen mit Beispielrechnungen sowie einer Bandbreite möglicher Auszahlungen ergänzt werden. Die Erfahrung zeigt: Je komplizierter das Konstrukt, desto zögerlicher reagieren viele Anleger. Im Zweifelsfall entscheiden sie sich lieber für den sicheren Basispreis, anstatt sich auf schwer kalkulierbare Bedingungen einzulassen.[190] Das wiederum mindert die Erfolgschancen des Earn-Out-Ansatzes.

e) Fazit

Earn-Outs bei der Übernahme börsenkotierter Unternehmen stellen hohe Anforderungen an die Einhaltung des Übernahmerechts und die praktische Abwicklung. Die Regeln über Mindestpreis, *Best Price* und Gleichbehandlung setzen enge Grenzen. Ein CVR kann jedoch einen gangbaren Weg darstellen, um

185 Linder, 125 f.

186 Art. 127 Abs. 2 FinfraG; Art. 9 UEV.

187 Z.B. ein Bar- oder ein Tauschabgebot mit CVR.

188 Vgl. Art. 1 FinfraG und Art. 1 UEV.

189 Verfügung der UEK 905/01 i.S. Idorsia AG vom 5. Juni 2025, E. 3.2.1; Verfügung der UEK 806/01 i.S. AP Alternative Portfolio AG vom 11. Februar 2022, E. 2.2.3; Verfügung der UEK 782/01 i.S. VT5 Acquisition Company AG vom 19. März 2021, E. 2.6.1.

190 Im bisher einzigen öffentlichen Übernahmeangebot, in dem CVRs als Bestandteil des Angebotspreises angeboten wurden, bevorzugte die Mehrheit der andienenden Aktionäre der Sulzer AG trotz der möglichen Upside das einfache Barangebot gegenüber dem Tauschangebot und dem CVR. Neben der geringeren Liquidität der Aktien der InCentive Capital AG spielte sicherlich auch die relative Undurchsichtigkeit des CVR eine Rolle.

dennoch bedingte Kaufpreiszahlungen zu vereinbaren. Die Erfahrungen aus den USA zeigen zudem, dass CVRs ein wertvolles Instrument sind, um die Interessen von Käufern und Verkäufern im öffentlichen Kontext auszugleichen. Sie zeigen jedoch auch die praktischen Herausforderungen. Zum einen kommt es regelmässig zu Interessenkonflikten nach Vollzug, da der Erwerber keinen starken Anreiz mehr hat, die Bedingung eintreten zu lassen, sondern im Gegenteil die zusätzliche Zahlung sparen möchte. Dies führt immer wieder zu Streit und Klagen, wie das Beispiel Bristol-Myers/Celgene zeigt.[191] Zum anderen sind CVRs in der Abwicklung komplex: Die Verwaltung der Rechte, die Kommunikation mit einer grossen Anzahl von CVR-Inhabern bis zur Fälligkeit des CVR, eventuelle Kotierungsauflagen, die Behandlung im Falle von Fusionen bzw. Nachfolgeereignissen erfordert sorgfältige Planung. Bislang scheiterte deren Anwendung oft an der fehlenden Akzeptanz im Markt, da viele Investoren klar kalkulierbare Angebote bevorzugen. Ein CVR könnte jedoch z.B. bei einer Übernahme im Technologiesektor, wo die zukünftige Entwicklung unsicher ist, auf mehr Verständnis stossen – insbesondere bei langfristig orientierten Aktionären, die am *Upside* partizipieren möchten.

3. Rollover Equity bei öffentlichen Übernahmen

a) Einleitung

Rollover Equity bezeichnet im Übernahmekontext die *Rückbeteiligung* von bisherigen Aktionären oder Managementmitgliedern einer Zielgesellschaft am Erwerbsvehikel des Bieters. Insbesondere bei Übernahmen durch Private-Equity-Investoren ist es üblich, dass Schlüsselaktionäre oder das Management einen Teil ihrer bisherigen Beteiligung nicht gegen Barzahlung andienen, sondern in eine Beteiligung am neuen Erwerbsvehikel «rollen» lassen.[192] Diese Struktur ermöglicht es Private-Equity-Bietern, die Interessen des (Weiter-)Investors mit den eigenen zu verknüpfen und dessen Know-how sowie Netzwerk für die zukünftige Entwicklung zu nutzen. Gleichzeitig kann der betreffende Aktionär durch das Behalten einer indirekten Minderheitsbeteiligung am zukünftigen Wertsteigerungspotenzial der Gesellschaft partizipieren. Von *Rollover Equity* zu unterscheiden sind rein interne Managementbeteiligungsprogramme (*Management Incentive Plans*) und klassische Co-Investments externer Investoren, wenngleich es Überschneidungen geben kann. Ein *Rollover* impliziert stets, dass eine bereits bestehende Beteiligung an der Zielgesellschaft ganz oder teilweise in eine Beteiligung am akquirierenden Unterneh-

191 S. dazu Fn. 164.

192 Vgl. dazu im Allgemeinen Gaberthüel/Haechler, 31 ff.

men umgewandelt wird – im Gegensatz zur blossen Neu-Investition eines Dritten. In der Praxis sind Rückbeteiligungen vor allem bei Übernahmen durch Finanzinvestoren verbreitet, während strategische Käufer Übernahmen in der Regel vollständig in bar bezahlen und weniger geneigt sind, Altaktionäre als Minderheitsgesellschafter zu behalten.[193]

Rollover-Vereinbarungen gehen in der Regel mit weitergehenden Aktionärsbindungsverträgen einher, die die Rechte und Pflichten der künftigen Miteigentümer regeln.[194] Typische Bestimmungen betreffen bspw. die Governance (Minderheitsvetorechte, Entscheidquoren, Zusammensetzung des Verwaltungsrats oder des Managements etc.), *Lock-up* und Veräusserungsbeschränkungen, Exit-Regelungen (Vorkaufsrechte, *Tag-along*-Rechte, *Drag-along*-Pflichten, *Put*-Optionen zugunsten der Minderheitsaktionäre etc.) und Zusatzleistungen und Pflichten (Andienungsverpflichtungen, Gewährleistungen oder Zusicherungen über die Zielgesellschaft etc).[195] Ein solches Vorgehen wirft allerdings insbesondere mit Blick auf die Gleichbehandlungspflicht und die Preisvorschriften komplexe übernahmerechtliche Fragen auf.

b) Übernahmerechtliche Herausforderungen

aa) Preisvorschriften: Mindestpreis und Best Price Rule

Zentrales Prinzip des Schweizer Übernahmerechts ist die Gleichbehandlung aller Aktionäre einer Zielgesellschaft im Rahmen eines öffentlichen Angebots (Art. 127 Abs. 2 FinfraG).[196] Das Prinzip manifestiert sich insbesondere im auf Pflichtangebote anwendbaren Mindestpreis[197] und der für sämtliche öffentlichen Übernahmeangeboten geltenden *Best Price Rule*[198]. Die Preisvorschriften sollen verhindern, dass bestimmte Aktionäre im Zuge eines Übernahmeangebots bevorzugt werden.

Wird das Verpflichtungsgeschäft für die Einbringung der vorbestehenden Beteiligung des Aktionärs in die Bieterin vor Veröffentlichung des Angebots abgeschlossen, so gilt dies ohne Weiteres als vorausgegangener Erwerb, welcher

193 Gaberthüel/Haechler, 17 f.
194 Watter/Hoch, 16 f.
195 Beispiele solcher Nebenabreden finden sich im Fall Quadrant AG (Verfügung der UEK 410/05 i.S. Quadrant AG vom 13. Dezember 2012, Sachverhalt A und E. 5 f.) und ImmoMentum AG (Verfügung der UEK- 670/01 i.S. ImmoMentum AG vom 28. August 2017, Sachverhalt H ff.).
196 Vgl. dazu bereits Kap. III.2.d)cc).
197 Art. 135 Abs. 2 FinfraG, vgl. dazu bereits Kap. III.2.d)aa).
198 Art. 10 UEV, vgl. dazu bereits Kap. III.2.d)bb).

in den Anwendungsbereich der Mindestpreisregel fällt.[199] Dies gilt aber nur dann, wenn der Erwerb nicht durch eine aufschiebende oder auflösende Bedingung an das Zustandekommen des Angebots geknüpft wird. Ist letzteres der Fall, liegt eine gekoppelte Gesamttransaktion vor, welche von der *Best Price Rule* erfasst wird.[200] Die Praxis der UEK dient der Verhinderung der Umgehung der *Best Price Rule*. Für *Rollover Equity* bedeutet dies: Sobald ein Verkäufer seine Beteiligung im Hinblick auf das Angebot (teilweise) an den Bieter verkauft oder besondere Vorteile im Zusammenhang mit dem Angebot erhält, muss genau geprüft werden, ob darin ein höherer Preis pro Aktie verborgen ist, der gemäss der Mindestpreisregel oder der *Best Price Rule* allen Aktionären angeboten werden müsste.

bb) Bewertung von Nebenleistungen

Bei Nebenleistungen handelt es sich um zusätzliche Verpflichtungen neben der Kaufpreisleistung. Beispiele sind spezielle *Exit-Rechte* oder *Put-Optionen* zugunsten des rollenden Investors, Vorkaufsrechte, vereinbarte künftige Gewinnbeteiligungen, Mitverkaufsrechte- oder pflichten oder auch vertragliche Wettbewerbsverbote, Verbleibenszusagen des Managements etc. Ebenso können *Finanzierungsleistungen* des Bieters (z.B. die Gewährung eines Akquisitionsdarlehens zu vorteilhaften Konditionen) oder immaterielle Beiträge des Verkäufers (wie die Einbringung von Know-how, Kontakten oder Synergiepotenzial) als Nebenleistungen gelten.[201] Nebenleistungen müssen entweder allen Aktionären zugutekommen oder zumindest bei der Preisbildung berücksichtigt werden. Art. 43 Abs. 4 FinfraV-FINMA konkretisiert den Umgang mit Nebenleistungen, die im Rahmen eines vorausgegangenen Erwerbs vereinbart wurden: Sofern beim vorausgegangenen Erwerb neben den Hauptleistungen (dem Kauf der Aktien) andere wesentliche Leistungen durch die erwerbende oder veräussernde Person erbracht wurden, ist der Preis dieses Erwerbs um

---

199 Art. 135 Abs. 2 lit. b FinfraG; Watter/Hoch, 17 f.

200 Empfehlung der UEK 202/02 i.S. Aare-Tessin AG für Elektrizität vom 6. Juli 2004, E. 2.2 f.; Verfügung der UEK 416/01 i.S. Jelmoli Holding AG vom 13. Juli 2009 E. 2.3; s.a. Malacrida, 23 f.

201 So umfassten die vereinbarten Nebenleistungen im Fall Quadrant AG z.B. Finanzierungsleistungen, die Einbringung von Know-How, ein Wertvorteil infolge Vollkonsolidierung, diverse Gewährleistungen, Vorkaufsrechte, ein Verzicht auf eine Abgangsentschädigung durch das Management etc. (Verfügung der UEK 410/05 i.S. Quadrant AG vom 13. Dezember 2012 E. 6). Die vorgenannte Verfügung diente einer umfassenden Neubewertung aller Leistungen und Gegenleistungen im Zusammenhang mit dem Management-Rollover und der Ermittlung des reinen Aktienkaufpreises und des Preises, der für die anderen Leistungen bezahlt wurde, nachdem das Bundesverwaltungsgericht die erste Verfügung der UEK in dieser Sache teilweise aufhoben hatte (Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B-5272/2009 vom 30. November 2010 E. 7 ff.).

den Wert dieser Leistungen zu erhöhen oder zu mindern. Mit anderen Worten: Hat ein Verkäufer *zusätzliche Gegenleistungen* erhalten, so ist der effektiv für die Aktien gezahlte Preis entsprechend höher anzusetzen. Hat umgekehrt der Verkäufer zusätzliche Leistungen erbracht, die den Käufer begünstigen, kann der effektive Aktienpreis um deren Wert bereinigt niedriger angesetzt werden. Diese Bereinigung wirkt sich unmittelbar auf die Mindestpreisberechnung aus. Art. 43 Abs. 4 FinfraV-FINMA ist im Zusammenhang mit der *Best Price Rule* analog anzuwenden[202] und daher auch im Zusammenhang mit einer gekoppelten Transaktion zu beachten.

Das Bundesverwaltungsgericht hielt im Zusammenhang mit dem Fall Quadrant AG fest, dass jede einzelne Leistung und Gegenleistung einzeln zu bewerten und zu vergleichen sei, sodass festgestellt werden könne, ob in der Gesamtbetrachtung ein Missverhältnis der ausgetauschten Leistungen vorliege.[203] Die Feststellung und Bewertung von Nebenleistungen ist komplex und mit Ermessensspielraum behaftet. Die Prüfung der Nebenleistungen erfolgt in einem zweistufigen Verfahren, wonach der Bieter (bzw. ein von ihm beigezogener Experte) die relevanten Nebenleistungen identifiziert und bewertet und die Prüfstelle anschliessend die Angemessenheit dieser Bewertung zu prüfen und in ihrem Bericht zu bestätigen hat.[204] Da dieser bei der Prüfung ein erhebliches technisches Ermessen zukommt, stellt das Bundesverwaltungsgericht hohe Anforderungen an die Begründung des Prüfergebnisses, sodass der UEK eine Beurteilung der Bewertung der Prüfstelle auf deren Transparenz, Nachvollziehbarkeit und Schlüssigkeit ermöglicht wird.[205]

Die UEK verlangt in ihrer Praxis im Anwendungsbereich der *Best Price Rule* eine Bewertung von Nebenleistungen jedoch nur, wenn diese nicht vertragstypisch sind oder vertragstypische Abreden einen signifikanten Wert aufweisen.[206] Beispielhaft für diese Praxis ist auf die Übernahme der ImmoMentum AG hinzuweisen: Mehrere Aktionäre beabsichtigten im Vorfeld der Übernahme, einen Aktionärsbindungsvertrag und Einlageverträge bedingt durch

---

202 Verfügung der UEK 562/02 i.S. PubliGroupe S.A. vom 3. Juli 2014 E. 6.

203 BVGer B-5272/2009 E. 7.3.

204 Art. 43 Abs. 4 und 5 der der Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 25. November 2015 (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, FinfraV, SR 958.11); Watter/Hoch, 25.

205 BVGer B-5272/2009 E. 7.4; s.a. Olgiati/Schwibs, 257 f.

206 Verfügung der UEK 670/01 i.S. ImmoMentum AG vom 28. August 2017 E. 4.3.2; Verfügung der UEK 623/03 i.S. Kuoni Reisen Holding AG vom 2. Mai 2016 E. 2., wonach die Einräumung von Veto-Rechten und eine Exit-Lösung mittels *Acceleration Option* zugunsten eines Minderheitsaktionärs vertragstypisch und daher nicht als geldwerte Leistung zu betrachten seien; Gericke/Wiedmer, Art. 10, Kommentar Übernahmeverordnung, Rz. 23; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 737.

das Zustandekommen des Angebots zu unterzeichnen. Die geplanten Einbringungen fielen daher unter die *Best Price Rule*.[207] Gestützt auf zwei Bewertungsgutachten stellte die UEK fest, dass sämtliche Klauseln dieser Verträge keine zusätzlichen Leistungen darstellten, welche die *Best Price Rule* tangierten, da sie entweder als vertragstypisch[208] oder als angemessen[209] einzustufen seien.[210]

In der Praxis stellt sich auch die Frage, ob die Möglichkeit zum *Rollover* an sich schon einen Wertvorteil darstellt. Einerseits haben die betreffenden Aktionäre die Chance, weiterhin am Unternehmen beteiligt zu bleiben und künftig an dessen Wertsteigerungen zu partizipieren. Dieses Potenzial bleibt den aussteigenden Publikumsaktionären verwehrt. Andererseits übernehmen die *Rollover*-Partner unternehmerisches Risiko und unterwerfen sich häufig strikten vertraglichen Pflichten und Beschränkungen. Die Übernahmepraxis trägt diesem Spannungsfeld Rechnung, indem sie prüft, ob im Rahmen des *Rollover*-Deals implizit ein höherer Preis für die Aktien der beteiligten Aktionäre bezahlt wird oder ob sämtliche Vorteile durch entsprechende Gegenleistungen aufgewogen werden.

cc) Handeln in gemeinsamer Absprache und Interessenkonflikte

Häufig werden Rückbeteiligungen bereits vor der Voranmeldung bzw. der Veröffentlichung des Angebotsprospektes zwischen Bieter und den betreffenden Aktionären vereinbart. Die Aktionäre verpflichten sich, ihre Aktien dem Angebot anzudienen bzw. sie vorgängig ins Bietervehikel einzubringen und erhalten im Gegenzug eine direkte oder indirekte Beteiligung an der Erwerberstruktur. Sofern *Rollover*-Aktionäre aufgrund ihrer Position in der und aufgrund ihrer Beteiligung an der Zielgesellschaft die Modalitäten und Bedingungen eines

---

207 Verfügung der UEK 670/01 i.S. ImmoMentum AG vom 28. August 2017, Sachverhalt F. und G.

208 So wurden z.B. die im Aktionärsbindungsvertrag enthaltenen Übertragungsbeschränkungen, Vorkaufsrechte, Mitverkaufsrechte, Mitverkaufspflichten und Kaufrechte als vertragstypische Leistungen eingestuft (Verfügung der UEK 670/01 i.S. ImmoMentum AG vom 28. August 2017 E. 4.4.6 und 4.6).

209 Der ABV sah u.A. Entschädigungen und Managementgebühren für gewisse *Rollover*-Aktionäre vor, welche allerdings als marktkonform eingestuft wurden und im Gegenzug für eine Leistung in entsprechendem Gegenwert erbracht würden. Die Bewertungsgutachten und die UEK kamen deshalb zum Schluss, dass kein Wertvorteil mit Relevanz für die übernahmerechtlichen Preisbestimmungen vorliege. Weiter wurde das den Minderheitsaktionären gewährte Verkaufsrecht (*Put-Option*), als vertragsübliche Klausel eingestuft, die aufgrund der Ausgestaltung des Ausübungspreises aber keinen materiellen Wertvorteil der Aktionäre begründe (Verfügung der UEK 670/01 i.S. ImmoMentum AG vom 28. August 2017 E. 4.4.5 und 4.4.7).

210 Verfügung der UEK- 670/01 i.S. ImmoMentum AG vom 28. August 2017 E. 4.6.

Angebotes beeinflussen können, gelten sie nach der Praxis der UEK als in gemeinsamer Absprache mit dem Bieter handelnd.[211] Dies hat zur Folge, dass die betreffenden Aktionäre und die Bieter als *Gruppe* den übernahmerechtlichen Preisregeln unterstehen.[212]

Zuletzt sei erwähnt dass bei *Rollover*-Vereinbarungen die Gefahr von Interessenkonflikten besteht. Management-Mitglieder, die mit dem Bieter paktiert haben, könnten geneigt sein, einen niedrigeren Angebotspreis zu akzeptieren oder weniger optimal für die Publikumsaktionäre zu verhandeln, solange sie selbst durch die Rückbeteiligung profitieren. Aus diesem Grund müssen Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder im Vorfeld einer solchen Transaktion ihre Unabhängigkeit wahren bzw. Interessenkonflikte offenlegen. In der Regel ziehen sich betroffene Organe bei der Zielgesellschaft aus Entscheidungsprozessen (etwa zur Empfehlung des Angebots) zurück oder es wird ein unabhängiges Komitee eingesetzt, um die Fairness für die übrigen Aktionäre sicherzustellen.[213]

c) Fazit

Durch die international und national zu beobachtende Zunahme von Übernahmen durch *Private Equity* rücken Rückbeteiligungsstrukturen zunehmend in den Fokus der Übernahmebehörden. Aktuelle Praxisfälle, wie etwa die Übernahmen der Sunrise Communications Group AG[214], der Von Roll Holding AG[215] oder der Schaffner Holding AG[216], zeigen, dass die UEK weiterhin wachsam gegenüber *Nebenabreden* ist, die einer Umgehung der Preisregeln gleichkommen könnten. Nachdem die UEK im Mai 2023 zunächst eine striktere Anwendung der Praxis zu Nebenleistungen auf Anpassungen der Mitarbeiterbeteiligungspläne im Zuge öffentlicher Übernahmen angedeutet hatte, relativierte sie diese Ankündigung in kurz darauf erlassenen Verfügungen wieder.[217] Es ist

---

211 Verfügung der UEK 652/01 i.S. Actelion Ltd vom 14. Februar 2017, E. 3.1; Verfügung der UEK 846/01 i.S. Von Roll Holding AG vom 23. Juni 2023 E. 2. Eine Andienungsverpflichtung ohne Verhaltenskoordination mit dem Bieter oder Einfluss auf Modalitäten und Bedingungen des Angebots begründet hingegen kein Handeln in gemeinsamer Absprache (UEK-Verfügung 770/01 i.S. Sunrise Communications AG vom 26. August 2020 E. 3.1).

212 Art. 11 Abs. 1 UEV i.V.m. Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA, zu den Pflichten der mit dem Anbieter zusammenwirkenden Personen s. Art. 12 UEV.

213 Darüber hinaus hat der Bericht des Verwaltungsrates die Interessenkonflikte seiner Mitglieder oder von Mitgliedern des Managements offenzulegen und auf die in diesem Zusammenhang ergriffenen Massnahmen hinzuweisen (Art. 32 UEV).

214 Vgl. Verfügung der UEK 770/01 i.S. Sunrise Communications AG vom 26. August 2020 E. 5.

215 Vgl. Verfügung der UEK 843/02 i.S. Von Roll Holding AG vom 7. September 2023 E. 5.

216 Vgl. Verfügung der UEK 849/04 i.S. Schaffner Holding AG vom 6. November 2023 E. 2.

217 Malacrida, 28.

möglich, dass die UEK die bislang unterschiedlich gehandhabten Nebenleistungen an bestimmte Aktionäre (wie *Rollover*-Vorteile) und die Kompensation des Managements und des Verwaltungsrates zukünftig konzeptionell stärker vereinheitlichen wird.[218] Eine Vereinheitlichung könnte mehr Klarheit schaffen, würde aber dazu führen, dass gängige Management-Incentives strenger auf einen möglichen Preisvorteil geprüft würden. Eine alternative Möglichkeit ist die Beibehaltung der differenzierten Behandlung: *Rollover*-Vereinbarungen unterliegen weiterhin dem strengen Regime (voller Wertermittlung aller Vorteile), während Anpassungen von Mitarbeiterbeteiligungsplänen kulanter beurteilt werden.

4. W&I-Versicherung bei öffentlichen Übernahmen

a) Einleitung

Warranty-&-Indemnity-Versicherungen (W&I-Versicherungen, auch Gewährleistungsversicherungen genannt) haben sich im letzten Jahrzehnt zu einem festen Instrument in privaten M&A-Transaktionen entwickelt.[219] Es handelt sich dabei um spezielle Versicherungsverträge, die gegen Zahlung einer einmaligen Prämie das Haftungsrisiko aus einem Unternehmenskaufvertrag, insbesondere das Risiko einer Verletzung von vertraglichen Gewährleistungen und Zusicherungen (*Representations and Warranties*), auf einen Versicherer übertragen. Dadurch wird dem Verkäufer ein «*Clean Exit*» ermöglicht. Vereinfacht gesagt, übernimmt der W&I-Versicherer als Drittpartei die Zahlung von Schadensersatzansprüchen des Käufers, die aus falschen oder verletzten Verkäuferzusicherungen entstehen könnten. Auf diese Weise erhält der Käufer Schutz vor unbekannten Risiken, während der Verkäufer seine Haftung deutlich begrenzen kann. In der Praxis werden heute überwiegend käuferseitige Policen abgeschlossen, d.h. der Käufer ist Versicherungsnehmer und begünstigte Partei, wohingegen Verkäuferpolicen nur noch eine marginale Rolle spielen.[220]

Bei öffentlichen Übernahmeangeboten sind vergleichbare Gewährleistungsstrukturen hingegen unüblich.[221] Der Bieter erwirbt die Kontrolle typischerweise durch ein Angebot an ein breites Aktionariat, ohne individualisierte Kaufverträge mit Gewährleistungen abschliessen zu können. Es ist daher fraglich, ob und inwieweit W&I-Versicherungen im Übernahmekontext zulässig und sinnvoll einsetzbar sind.

---

218 Malacrida, 29.
219 Neeracher/Seiler, 10; Durand, 74; Frey/Hanselmann, 56; Salvisberg/Giessen, 571 f.
220 Neeracher/Seiler, 10; Durand, 74; Frey/Hanselmann, 57 f.; Salvisberg/Giessen, 573 ff.
221 Kirman/Boczko/Walter, o.S.

b) Konzeptionelle Herausforderungen

Die Übertragung des W&I-Versicherungsmodells auf öffentliche Übernahmen ist mit mehreren konzeptionellen Herausforderungen verbunden. Im Kern resultieren diese aus der Besonderheit, dass wie schon erwähnt bei öffentlichen Angeboten keine vertraglichen Gewährleistungen der Verkäuferseite existieren. Hinzu kommen die eingeschränkten Möglichkeiten zur Risikoprüfung (Due Diligence) sowie die strikten übernahmerechtlichen Vorgaben (Gleichbehandlung und Preisvorschriften).

aa) Fehlen vertraglicher Gewährleistungen

Das vielleicht offensichtlichste Hindernis ist, dass in einem öffentlichen Übernahmeangebot kein zugesicherter Gewährleistungskatalog vorliegt, an den eine W&I-Police anknüpfen könnte. Der Bieter kauft die Aktien von zahlreichen anonymen Aktionären, die ausser der Zusicherung, verfügungsberechtigt zu sein[222], keine Gewährleistungen über die Zielgesellschaft abgeben. Folglich besteht im öffentlichen Übernahmeangebot grundsätzlich keine vertragliche Haftungsgrundlage für etwaige nach dem Vollzug entdeckte Mängel der Zielgesellschaft gegen die ehemaligen Aktionäre. Die Zielgesellschaft selbst ist ebenfalls nicht Vertragspartnerin des Bieters im Sinne eines Kaufvertrags, sondern lediglich Objekt des Erwerbs.

Dieses Fehlen jeglicher Verkäuferhaftung stellt den vielleicht grössten strukturellen Unterschied zum *Private M&A* dar. W&I-Versicherungen in ihrer klassischen Ausgestaltung sind akzessorisch zum Unternehmenskaufvertrag: Der Versicherer «spiegelt» die vom Verkäufer gegebenen Gewährleistungen und Zusicherungen und verspricht dem Käufer Ersatz, falls diese Zusicherungen verletzt werden oder unwahr sind. Ohne Zusicherungen entfällt die Grundlage für die Versicherung. Tatsächlich entstand die W&I-Versicherung ursprünglich um Differenzen bei den Gewährleistungsvorstellungen in Vertragsverhandlungen zu überbrücken.[223] Sofern aus rechtlichen Gründen gar keine Gewährleistungen vereinbart werden können (wie bei öffentlichen Übernahmeangeboten oder Verkäufen aus einer Konkursmasse), stellt sich jedoch die Frage, ob die Versicherung einen vollständigen Gewährleistungsschutz gewähren kann, obwohl kein Verkäufer dahintersteht.

Ein Bieter könnte zwar theoretisch versuchen, Gewährleistungen von der Zielgesellschaft oder deren Managements zu erhalten. Dies wirft jedoch erhebliche rechtliche Bedenken auf: Wenn bspw. Mitglieder des Verwaltungsrats der

222 Art. 192 OR.

223 Schenker, 248; Frey/Hanselmann, 59 f.

Zielgesellschaft dem Bieter gegenüber betriebsrelevante Zusicherungen machen würden, könnte dies als unzulässige angebotsspezifische Nebenabrede oder als Verstoss gegen die Neutralitätspflicht gewertet werden. Insbesondere dürften Organmitglieder der Zielgesellschaft diesfalls als «mit der Anbieterin gemeinsam handelnde Personen» gelten, sodass jede Zusage an den Bieter genau zu prüfen wäre. Das UK *Takeover Panel* stuft Gewährleistungsvereinbarungen mit Mitgliedern des Managements als potenziell verbotenes *offer-related arrangement* ein, es sei denn, es wird lediglich eine minimale Haftung vereinbart, die Vereinbarungen werden offengelegt und unabhängige Aktionäre stimmen zu (falls das Management selbst Aktionär ist und ein *Roll-over* erhält).[224] In der Schweiz gibt es zwar keine identische Kodifizierung, doch auch hier würde man Treu und Glauben sowie Art. 127 FinfraG entsprechend auslegen. Der Verwaltungsrat darf keine Zusicherungen oder Vorteile exklusiv einem Bieter gewähren, die nicht allen Aktionären bzw. Bietern offenstehen.

bb) Begrenzte Informationsgrundlage

In der Regel verlangen W&I-Versicherer, dass der Käufer eine umfassende *Due Diligence* durch unabhängige Experten durchführen lässt. Dies ist Kern des *Underwriting*-Prozesses der Versicherer.[225] Die Versicherungslogik ist dabei wie folgt: Je gründlicher die Prüfung der Zielgesellschaft, desto geringer die Wahrscheinlichkeit unbekannter Risiken und desto eher ist der Versicherer bereit, Deckung zu bieten. Bei privaten Transaktionen wird diesem Erfordernis in der Regel entsprochen. Die Käufer lassen Finanz-, Steuer-, Rechts-, Umwelt- und weitere *Due Diligence* Prüfungen durchführen und stellen dem Versicherer detaillierte Reports zur Verfügung.

Im Kontext eines öffentlichen Angebots ist ein solcher Umfang der *Due Diligence* oft nicht erreichbar. Die Zielgesellschaft hat kein eigenes Interesse an einer umfassenden Offenlegung. In freundlichen Übernahmen werden zwar oft Informationen in einem Datenraum geteilt, diese dienen jedoch primär der Optimierung des Angebots und des Angebotspreises[226] und nicht der detaillierten Abarbeitung eines Gewährleistungs-Katalogs. Eine W&I-Versicherung verlangt jedoch, dass ein definierter Satz an Gewährleistungen gründlich verifiziert und mittels *Disclosure* besichert wird. Aus Sicht des Versicherers verschiebt sich damit das Risiko. Entweder er verzichtet angesichts der Informationsunsicherheit vollständig auf eine Deckungszusage, was *de facto* das Aus für W&I-Versicherungen in solchen Konstellationen bedeutet, oder er ver-

224 Vgl. Rules 16 und 21 Takeover Code.
225 Durand, 76; Salvisberg/Giessen, 574; Schenker, 258.
226 Romerio/Gerhard, 1.

sucht, das Risiko durch Deckungsausschlüsse und höhere Prämien zu steuern. In der Praxis werden bei W&I-Versicherungen häufig bestimmte Risikobereiche vom Schutz ausgenommen, bspw. bekannte Altlasten, Umweltrisiken bestimmter Standorte oder anhängige Gerichtsverfahren. Bei limitierten Informationen neigt der Versicherer dazu, diese Ausschlussliste auszuweiten. Aus Käufersicht wäre der *Worst Case* eine Police, die so viele Unsicherheitsfaktoren ausschliesst, dass kaum mehr Substanzschutz verbleibt.

cc) Gleichbehandlungs- und Preisregeln

Das Schweizer Übernahmerecht enthält eine Gleichbehandlungsklausel für konkurrierende Bieter, welche insbesondere auch in Bezug auf die zur Verfügung gestellten Informationen gilt.[227] Gewährt die Zielgesellschaft einem Bieter Zugang zu nicht öffentlichen Informationen, muss sie diese auch einem möglichen Konkurrenzanbieter zur Verfügung stellen.[228] Dies kann die Zielgesellschaft abschrecken, allzu umfassende *Warranty-Disclosures* für eine W&I-Versicherung zuzulassen. Für den W&I-Versicherer bedeutet dies unter Umständen, dass er im Schadenfall keinen direkten Gewährsträger hat, dem er eine Obliegenheitsverletzung (etwa arglistiges Verschweigen von Risiken) vorwerfen könnte, da die Aktionäre gar nicht als Vertragspartner auftreten.

Selbst wenn es möglich wäre, bestimmten Aktionären oder der Zielgesellschaft Gewährleistungen abzuringen, stellt sich die Frage der Vereinbarkeit mit den Preisregeln. Angenommen, ein Grossaktionär verkauft dem Bieter vorab ein Aktienpaket und gewährt dabei Gewährleistungen über das Unternehmen, die durch eine W&I-Versicherung gedeckt sind. Zwar erhält dieser Grossaktionär nominell den gleichen Preis pro Aktie wie später die übrigen Aktionäre im öffentlichen Übernahmeangebot. Doch könnten Regulatoren hierin einen faktischen Mehrwert sehen. Der Grossaktionär erzielt durch die Versicherung eine risikofreie Veräusserung, während ohne Versicherung entweder ein Preisabschlag oder ein Haftungsrisiko bestanden hätte.

Im Ergebnis sind klassische W&I-Strukturen im *Public M&A* nur sehr eingeschränkt übertragbar. Die regulatorischen Vorgaben (Gleichbehandlung, Mindestpreis, *Best Price*) sowie die Transaktionslogik (fehlende individuelle Verträge, begrenzte Informationsasymmetrien) setzen enge Grenzen. W&I-Versicherungen können daher nicht auf die gewohnte standardisierte Weise Teil eines öffentlichen Übernahmeangebots sein. Das bedeutet jedoch nicht, dass sie im *Pu-*

227 Art. 49 UEV.

228 Erstmals bestätigt in Empfehlung der UEK 294/1 i.S. SIG Holding AG vom 26. Oktober 2006 E. 5.2.2.3. Vgl. dazu Romerio/Gerhard, 1 ff.

blic M&A völlig irrelevant wären, denn es gibt spezielle Konstellationen, in denen W&I-Lösungen eine Rolle spielen können, wie im Folgenden aufzuzeigen ist.

c) Mögliche Anwendungsfälle für W&I-Versicherungen bei öffentlichen Übernahmen

aa) W&I-Versicherung bei vorgelagerten Blockkäufen

Oft erwirbt ein Bieter zunächst ausserbörslich ein grösseres Aktienpaket von einem oder mehreren Grossaktionären, um die Kontrolle zu erlangen oder die Erfolgsaussichten eines Angebots zu erhöhen. Ein solcher Blockkauf unterliegt dem privaten Vertragsrecht. Hier kann der Bieter durchaus auf Gewährleistungen des verkaufenden Grossaktionärs bestehen und zur Absicherung eine W&I-Versicherung abschliessen. Die Police würde dann etwaige Gewährleistungsverletzungen im Rahmen des Blockkaufs decken, sodass der Grossaktionär nur bis zu einem symbolischen Haftungsbetrag (z.B. durch ein Cap oder einen sehr niedrigen Prozentsatz) haftet. Entscheidend ist, wer die Prämie zahlt und wem der Nutzen der Police zufliesst. Trägt der Bieter die Kosten der W&I-Versicherung (was bei Käuferversicherungen üblich ist), so erhält der Grossaktionär letztlich denselben Preis ohne Haftungsabzug, ebenso wie die Minderheitsaktionäre, die ohnehin ohne Gewährleistungspflichten verkaufen. In diesem Fall kann argumentiert werden, dass kein Verstoss gegen die Gleichbehandlung vorliegt, da alle Aktionäre vom Fehlen einer Haftungspflicht profitieren. Dies wurde von der UEK im Zusammenhang mit der Übernahme der Aluflexpack AG bestätigt, bei welcher es einen vorgängigen Blockkauf gegeben hatte. Für die UEK erschien es vertretbar, dass die Regelung zur W&I-Versicherung im Aktienkaufvertrag von der Prüfstelle als vertragstypisch qualifiziert wurde. Hinzu kam, dass die W&I-Versicherung als reine Risikodeckung fungiert und überwiegend im eigenen Interesse des Käufers abgeschlossen wurde. Somit war die Zahlung der Prämie durch den Käufer nicht als Leistung zugunsten des Verkäufers, sondern als Leistung im eigenen Interesse zu qualifizieren.[229] Problematisch wäre es hingegen, wenn einzelnen Aktionären zusätzliche Geld- oder Sachleistungen gewährt würden. Dies könnte bspw. der Fall sein, wenn der Bieter das Selbstbehalt-Risiko der Versicherung für den Grossaktionär indirekt übernimmt oder wenn er dem Grossaktionär andere Vorteile (Beraterhonorare, Abfindungen etc.) zukommen lässt.

---

229 Verfügung der UEK 864/01 i.S. Aluflexpack AG vom 12. Februar 2024 E. 4.2 4.3.

bb) W&I-Policen bei Transaktionsvereinbarung

Ein zweites Szenario ist ein freundliches Übernahmeangebot, bei dem der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft das Angebot empfiehlt und eine Transaktionsvereinbarung mit dem Bieter schliesst. Mitunter ermöglichen solche Vereinbarungen einen besseren Zugang zu Informationen und enthalten gewisse Zusicherungen der Zielgesellschaft gegenüber dem Bieter, bspw. zur Richtigkeit bestimmter im Datenraum gegebener Auskünfte oder zum Ausbleiben bestimmter negativer Ereignisse zwischen *Signing* und *Closing* (No MAC). Diese dienen jedoch primär als Vollzugsbedingung (*Closing Condition*). Zudem sind klassische vertragliche *Post-Closing*-Rechte gegen die Gesellschaft wenig wertvoll, da die Zielgesellschaft nach Vollzug der Übernahme im Einflussbereich des Bieters als neuer Eigentümer steht. Der Käufer kann bei nach dem Vollzug entdeckten Mängeln keinen Regress nehmen, ausser es liegt Betrug vor (hier könnten ehemalige Verwaltungsratsmitglieder haften) oder es wurde ein *Escrow* vereinbart, was bei öffentlichen Übernahmen unüblich ist. Hier könnte jedoch eine W&I-Versicherung ansetzen, indem sie dem Bieter Schadensersatz leistet, wenn sich herausstellt, dass die *Pre-Closing*-Zusicherungen der Zielgesellschaft objektiv falsch waren. Voraussetzung dafür ist, dass der Versicherer aus der *Due Diligence* und den offenbarten Unterlagen ausreichend Sicherheit gewinnen kann. Das ist jedoch eine Herausforderung, da bei Transaktionen für Publikumsgesellschaften die *Due Diligence* üblicherweise weniger detailliert ist.[230] Ein weiteres Thema sind die häufig weit gefassten *Material Adverse Effect* (MAE)-Qualifikationen in Gewährleistungen für Publikumsgesellschaften. Versicherer versichern diese ungern mit, da die Schwelle für einen Gewährleistungsverstoss dadurch hoch liegt.[231]

cc) Synthetische Versicherung

Schliesslich kann eine W&I-Versicherung selbst ohne ausdrückliche Gewährleistungen im öffentlichen M&A-Kontext als strategisches Instrument dienen, um Kaufentscheide zu erleichtern. Insbesondere *Private Equity*-Bieter sehen sich bei öffentlichen Angeboten oft dem Problem gegenüber, dass sie nach Vollzug keinerlei Regressmöglichkeiten haben, obwohl sie die Zielgesellschaft häufig aggressiv finanzieren. Hier kann der Abschluss einer einseitigen Käuferversicherung die Investition kalkulierbarer machen. Die Police würde bspw.

---

230 Ferner verlangt Art. 49 UEV, dass die Zielgesellschaft gleiches Informationsmaterial an konkurrierende Bieter gibt. Eine umfangreiche Due Diligence für eine W&I kann so zum strategischen Nachteil werden.

231 In diesem Fall wäre nämlich ein «*materiality scrape*» viel gefährlicher als bei einer üblichen Gewährleistung.

für unentdeckte Altlasten oder Rechtsverstösse eintreten, die dem Bieter trotz der öffentlich verfügbaren Informationen und der begrenzten Management-Präsentationen unbekannt geblieben sind.

Zwar verlangen die Versicherer auch hierfür eine umfangreiche Analyse der verfügbaren Daten. Einige Versicherer bieten aber Deckung für standardisierte Basis-Gewährleistungen (z.B. Titel an Aktien, Compliance, Steuern, Umwelt, bestimmte wichtige Verträge) selbst dann an, wenn kein Verkäufer Gewährleistungen gegeben hat oder eine *Due Diligence* kaum möglich war. Diese «*synthetic warranties*» werden vom Versicherer gestellt und sind oft enger gefasst als in typischen privaten Deals. Der Verkäufer selbst ist nur in den Offenlegungsprozess einbezogen und gibt selbst keine Gewährleistungen ab.[232] Für den Käufer entspricht dies wirtschaftlich dem Schutz einer normalen W&I-Versicherung: Er hat im Gewährleistungsfall einen Ersatzanspruch gegen den Versicherer.

Zudem werden in den Jahresberichten viele zukunftsgerichtete Risikofaktoren offengelegt, die die Versicherer als bekannt ausschliessen könnten. Deshalb hat man sich auf Standardklauseln geeinigt, die generische Risikofaktoren nicht pauschal vom Deckungsumfang ausschliessen. Der Vorteil für den Bieter liegt darin, dass er im Falle des Eintretens eines schwerwiegenden, unbekannten Problems eine Versicherungsleistung erhält. So kann die W&I-Versicherung in einem öffentlichen Bieterwettbewerb als Alleinstellungsmerkmal dienen, etwa wenn ein *Private Equity*-Bieter sein Angebot gegenüber einem strategischen Bieter verbessert, indem er verspricht, keinen Risikoabzug vorzunehmen. In der Schweiz sind derartige Versuche bislang selten publik geworden. Sie könnten jedoch mit steigender Marktdurchdringung von W&I-Versicherungen an Bedeutung gewinnen, insbesondere wenn komplexe Übernahmen (z.B. mittels SPACs oder nach *Carve-outs* von börsenkotierten Unternehmen) zunehmen und spezielle Risikobereiche abgesichert werden sollen.

d) Fazit

W&I-Versicherungen bei öffentlichen Übernahmen stehen gewissermassen an der Schnittstelle zweier Welten. Einerseits sind sie geprägt von der Vertragsfreiheit und Flexibilität des privaten Unternehmenskaufs, andererseits treffen sie auf die rigiden, zum Schutz der Anleger etablierten Regeln des Übernahmerechts. Die bisherigen Erfahrungen, insbesondere in der Schweiz, deuten darauf hin, dass diese beiden Welten vereinbar sind, sofern Umsicht und

232 Vgl. dazu Engels, o.S.

Transparenz gewahrt werden. Kreative Lösungen wie versicherte Gewährleistungen von Grossaktionären, «*Materiality Scrape*» oder synthetische W&I-Versicherungen können einen Deal ermöglichen oder erheblich erleichtern. Sie bedürfen jedoch einer sorgfältigen Planung unter Einbezug aller regulatorischen Anforderungen. Das Durchlaufen eines *Underwriting*-Prozesses mit Versicherern vor Lancierung des öffentlichen Angebots ist zeitlich und organisatorisch anspruchsvoll. Gelingt dies, könnten W&I-Versicherungen künftig auch bei *Public*-M&A-Deals zum «normalen» Handwerkszeug gehören, ähnlich wie es bei *Private*-M&A bereits der Fall ist. Für den Rechtsstandort Schweiz wäre dies eine erfreuliche Entwicklung, da sie die Innovationskraft und Anpassungsfähigkeit des hiesigen Marktes zeigt. Insgesamt ist zu erwarten, dass wir in Zukunft vermehrt Übernahmen sehen werden, bei denen Versicherungslösungen integraler Bestandteil der Transaktionsstruktur sind und dass Gesetzgebung sowie Praxis darauf mit sachgerechten Leitlinien reagieren, um diese Entwicklungen im Sinne von Fairness und Marktstabilität zu begleiten.

IV. Öffentliche Elemente in der Governance von privaten Gesellschaften

1. Offenlegungspflichten von privaten Gesellschaften

a) Einleitung: Stealth Governance

Private Unternehmen unterliegen traditionell keiner allgemeinen Pflicht zur Veröffentlichung ihrer *Corporate-Governance*-Strukturen oder Entscheidungsprozesse. Während börsenkotierte Gesellschaften umfassende Offenlegungsanforderungen erfüllen müssen, können grosse nicht börsenkotierte Unternehmen trotz ihrer erheblichen wirtschaftlichen Bedeutung weitgehend im Verborgenen operieren. Insbesondere *venture*-finanzierte Start-ups und andere nicht-börsenkotierte Aktiengesellschaften nutzen häufig Aktionärsbindungsverträge, um die Unternehmensführung flexibel, oft abweichend von der dispositiven Gesetzesordnung, zu gestalten.[233] Da Aktionärsbindungsverträge im Gegensatz zu Statuten und Reglementen nicht öffentlich einsehbar sind, können Unternehmen auf diesem Weg *Governance*-Strukturen etablieren, die externen Beobachtern verborgen bleiben.[234]

---

233 Ausführlich zur (fehlenden) Transparenz von Aktionärsbindungsverträgen Jentsch, Transparenz, 286 ff.

234 Einzig im Bereich von kotierten Gesellschaften besteht aufgrund von Art. 120 und Art. 121 FinfraG eine beschränkte Offenlegungspflicht, sofern Absprachen über den Kauf und Verkauf von Aktien oder die Ausübung von Stimmrechten bestehen. Der Abschluss eines Aktio-

Diese Intransparenz wird zunehmend hinterfragt. Insbesondere in der US-amerikanischen Rechtswissenschaft wird auf das Problem der «*Stealth Governance*» hingewiesen. Fisch beschreibt damit eine *versteckte* Unternehmensführung grosser privater Unternehmen, die mittels privater Absprachen (z.B. komplexer Aktionärsbindungsverträge) traditionelle Transparenz- und Kontrollmechanismen in den Statuten unterläuft, obwohl diese nach aussen hin als Grundlage der Willensbildung erscheinen.[235] Wie Fisch treffend festhält, erzeugt diese *Stealth Governance* ein Spannungsfeld zwischen Vertragsfreiheit und *Governance*-Transparenz, in welchem Minderheitenrechte und Drittinteressen (z.B. von Gläubigern) gefährdet sein können.[236] Insbesondere bei kleinen, nicht börsenkotierten Gesellschaften kommt es häufig vor, dass sämtliche Entscheidungsprozesse faktisch über Aktionärsbindungsverträge gesteuert werden, ohne dass Neuinvestoren oder Dritte Einsicht nehmen können. Dies führt zu einem Transparenzdefizit, schafft jedoch zugleich die dringend benötigte Flexibilität in personenbezogenen Unternehmen. Anders als Publikumsgesellschaften müssen private Firmen weder die Zusammensetzung ihrer Geschäftsleitung, noch die Vergütungen der Führung noch interne Kontrollsysteme publik machen. Es existieren auch keine gesetzlichen Anforderungen an unabhängige Verwaltungsräte, Prüfungs- oder Vergütungsausschüsse. Folglich können problematische *Governance*-Praktiken unbemerkt bleiben, bis sie sich in einer Krise manifestieren. Die interne Kontrolle hängt primär von den vertraglichen Vereinbarungen und der Wachsamkeit grosser Investoren ab. *Venture*-Investoren nehmen zwar typischerweise Aufsichtsfunktionen wahr (Sitz im Verwaltungsrat, vertragliche Vetorechte), doch geschieht dies ohne die Preis- und Reputationsdisziplin öffentlicher Kapitalmärkte. Solange ein Unternehmen privat finanziert bleibt, gibt es weder börsentäglich festgestellte Aktienkurse, die Fehlentwicklungen widerspiegeln, noch die Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung bei Fehlverhalten des Managements. Dieses Aufsichtsvakuum kann Unternehmen anfällig für Führungsdefizite, Interessenkonflikte oder gar Missmanagement machen, ohne dass zeitnah Korrektive von aussen eingreifen.

Zu beachten ist jedoch, dass viele private Unternehmen, insbesondere mit institutionellen Investoren, freiwillig bestimmte *Governance*-Standards einhalten. So verlangen *Venture-Capital*-Fonds oft jährliche, geprüfte Abschlüsse und Quartalsberichte für die Investoren, obwohl kein Publizitätszwang be-

närsbindungsvertrags mit Stimmbindung führt regelmässig zur Bildung einer offenlegungspflichtigen Gruppe.

235 Fisch, 915 ff., welche fordert, die Verwendung von Aktionärsvereinbarungen für *Governance*-Zwecke für *Start-ups* einzuschränken und die zentralen Regeln wieder in öffentlich einsehbaren Statuten zu verankern (Dies., 954 ff.).

236 Fisch, 959 f.

steht. In Finanzierungsrunden werden *Due-Diligence*-Prüfungen durchgeführt, sodass auch grosse *Start-ups* selten völlige «*Black Boxes*» für Investoren bleiben. Allerdings ersetzen solche freiwilligen Massnahmen keine umfassende Transparenz für die Allgemeinheit. Der Fall WeWork zeigt, dass selbst prominente Investoren nicht immer ausreichende Informationen einfordern oder erhalten. Das *Start-up* wurde 2019 vor einem geplanten Börsengang mit 47 Mrd. USD bewertet, obwohl grundlegende *Governance*-Mängel bestanden und nie Gewinne erzielt wurden. Erst die im IPO-Verfahren erforderliche Transparenz deckte schwerwiegende Interessenkonflikte und Managementfehler auf. Daraufhin brach die Bewertung dramatisch ein und das IPO wurde abgesagt.[237] Die fehlende öffentliche Rechenschaftspflicht ermöglichte es dem WeWork-Management, bis dahin Entscheidungen ohne ausreichende externe Kontrolle zu treffen, was zu erheblichem Schaden bei Investoren und anderen Stakeholdern führte.

Diese Entwicklungen werfen die Frage auf, ob auch volkswirtschaftlich bedeutende private Unternehmen stärkeren Offenlegungs- und *Reporting*-Pflichten unterworfen werden sollten, um eine solide *Corporate Governance* sicherzustellen. Im Folgenden wird systematisch untersucht, welche einschlägigen Pflichten das schweizerische Recht heute bereits für grosse, nicht kotierte Unternehmen vorsieht und welche Lücken und Herausforderungen verbleiben.

b) Volkswirtschaftlich bedeutende Unternehmen

Im Schweizer Recht richten sich die Rechnungslegungs- und Offenlegungspflichten eines Unternehmens primär nach dessen wirtschaftlicher Grösse und nicht nach der Rechtsform. Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) profitieren von Erleichterungen, während grosse Gesellschaften mit erheblichem Vermögen, Umsatz oder Personalbestand strengeren Anforderungen unterliegen. Als gesetzliche Schwellenwerte für die ordentliche Revisionspflicht definiert Art. 727 Abs. 1 Ziff. 2 OR i) eine Bilanzsumme von 20 Mio. CHF, ii) einen Umsatzerlös von 40 Mio. CHF und iii) 250 Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt. Die Pflicht zur ordentlichen Revision besteht, wenn ein Unternehmen in zwei aufeinander folgenden Geschäftsjahren zwei dieser drei Kriterien übersteigt. Diese Grössenkriterien dienen in der Schweiz als Anknüpfungspunkt für diverse Pflichten. Solche Gesellschaften werden im Sprachgebrauch teils auch als «volkswirtschaftlich bedeutend» bezeichnet, da ihre Bedeutung aufgrund von Bilanzgrösse, Umsatzvolumen und Mitarbeiterzahl über den rein

237 Für eine ausführliche Beschreibung des WeWork-Falls s. Westbrook, 510 ff.

privaten Bereich hinausgeht.[238] Es stellt sich daher die Frage nach adäquater Transparenz und *Governance* bei solchen volkswirtschaftlich bedeutenden privaten Unternehmen.

Daneben spielt insbesondere bei den Berichtspflichten über nichtfinanzielle Belange und im Revisionsrecht der Begriff der «*Gesellschaften des öffentlichen Interesses*» eine Rolle. Als solche gelten börsenkotierte Gesellschaften sowie regulierte Finanzinstitute (Banken, Versicherungen) und kollektive Kapitalanlagen.[239]

c) Gesetzliche Mindestpublizität für private Aktiengesellschaften

aa) Jahresrechnung und Revision

Grundvoraussetzung für Transparenz ist die Pflicht zur Führung einer ordnungsgemässen Jahresrechnung und gegebenenfalls deren Prüfung durch eine Revisionsstelle. In der Schweiz sind alle juristischen Personen zur Buchführung und Rechnungslegung verpflichtet.[240] Gesellschaften, die die Schwellenwerte, welche eine Pflicht zur ordentlichen Revision begründen würden, nicht überschreiten[241], unterstehen einer eingeschränkten Revisionspflicht.[242] Anders als in vielen EU-Staaten, wo Jahresabschlüsse dem Handelsregisteramt eingereicht und veröffentlicht werden müssen, besteht in der Schweiz für private Gesellschaften keine Pflicht zur Veröffentlichung des Jahresabschlusses. Dieser ist ausschliesslich den Aktionären bekanntzumachen.[243] Gläubigern kommt ein Einsichtsrecht zu, wenn sie ein schutzwürdiges Interesse nachweisen können, d.h. z.B. die Gefährdung der Einbringlichkeit ihrer Forderung.[244] Insgesamt zeigt dies, dass der Schweizer Gesetzgeber bei der Pflicht zur Offenlegung finanzieller Informationen privater Unternehmen grosse Zurückhaltung zeigt.

---

238 Auch grosse, nicht kotierte Unternehmen können eine erhebliche volkswirtschaftliche Bedeutung erlangen. Beispiele hierfür sind globale Familienunternehmen oder *Start-ups* mit Milliardenbewertungen (*Unicorns*).

239 Art. 2 lit. c des Bundesgesetzes über die Zulassung und Beaufsichtigung der Revisorinnen und Revisoren vom 16. Dezember 2005(Revisionsaufsichtsgesetz, RAG, SR 221.302).

240 Art. 957 Abs. 1 Ziff. 2 OR.

241 Art. 727 Abs. 1 Ziff. 2 OR; vgl. dazu Kap. IV.1.b).

242 Art. 727a Abs. 1 OR; hat die Gesellschaft nicht mehr als zehn Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt und stimmten sämtliche Aktionäre zu, kann die Gesellschaft auf die eingeschränkte Revision verzichten (sog. *Opting-out*: Art. 727a Abs. 2 OR).

243 Art. 699a OR.

244 S. dazu nachfolgend Kap. IV.1.c)ff); Suter/Haag/Neuhaus, Art. 958e, BSK OR II, Rz. 6 f.

bb) Konzernrechnungspflicht

Viele Unternehmen sind häufig in Konzernstrukturen organisiert. Um die finanzielle Lage eines gesamten Konzerns abzubilden, schreibt das Gesetz die Erstellung einer konsolidierten Jahresrechnung (Konzernrechnung) vor.[245] Von der Erstellung einer Konzernrechnung kann u.A. dann abgesehen werden, wenn der Konzern nicht zwei der oben bereits genannten Schwellenwerte von i) einer Bilanzsumme von 20 Mio. CHF, ii) einem Umsatzerlös von 40 Mio. CHF und iii) 250 Vollzeitstellen in zwei aufeinanderfolgenden Jahren überschreitet.[246] Damit wird verhindert, dass grosse Unternehmensgruppen durch die Ausgliederung von Tätigkeiten in rechtlich selbständige, kleinere Einheiten die Transparenz umgehen. Die Konzernrechnung ergänzt die Einzelabschlüsse und liefert Aktionären und einsichtsberechtigten Gläubigern ein Gesamtbild der wirtschaftlichen Lage des Konzerns.[247] Börsenkotierte Unternehmen müssen ihre Konzernabschlüsse publizieren, während bei rein privaten Gruppen keine automatische Offenlegung gegenüber der Öffentlichkeit besteht.[248]

cc) Berichtspflicht über nichtfinanzielle Belange

In jüngerer Zeit sind die ESG-Themen (*Environment*, *Social*, *Governance*) in den Fokus der Offenlegung gerückt. Gemäss Art. 964a OR müssen «Gesellschaften des öffentlichen Interesses»[249] jährlich über nichtfinanzielle Belange berichten, sofern die Gesellschaft zusammen mit den von ihr kontrollierten Unternehmen mindestens 500 Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt hat und die Gesellschaft mit den von ihr kontrollierten Unternehmen in zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren i) eine Bilanzsumme von 20 Mio. CHF und bzw. oder ii) ein Umsatzerlös von 40 Mio. CHF überschreitet.[250] Die berichterstattungspflichtigen Unternehmen müssen einen Bericht über Umwelt-, Sozial- und Arbeitnehmerbelange, die Achtung der Menschenrechte und die Bekämpfung von Korruption verfassen. Im Bericht ist das Geschäftsmodell, Konzepte bezüglich der vorgenannten Belange, die geschäftswesentlichen Risiken und wesentliche Leistungsindikatoren in diesen Bereichen offenzulegen.[251] Der Bericht ist vom Verwaltungsrat und der Generalversammlung zu genehmigen

---

245 Art. 963 OR.

246 Art. 963a Abs. 1 Ziff. 1 OR.

247 Baur/Neuhaus, Art. 963, BSK OR II, Rz. 4 f.

248 Art. 958e OR.

249 Was unter «Gesellschaften des öffentlichen Interesses» verstanden wird, wird durch Art. 2 lit. c RAG definiert. Für Ausführungen dazu s. Kap. IV.1.b).

250 Ausnahmen gelten für Unternehmen gemäss Art. 964a Abs. 2 OR.

251 Art. 964a OR.

und elektronisch zu veröffentlichen.[252] Auffällig ist, dass die Berichtspflicht über nichtfinanzielle Belange *a priori* nur für Unternehmen des öffentlichen Interesses gilt. Grosse private Unternehmen, die keiner Finanzmarktaufsicht unterstehen, sind nicht zur Berichterstattung verpflichtet, können diese aber, bspw. aus Reputationsgründen oder Vorschriften von Geschäftspartnern freiwillig erstellen. Sowohl international als auch in der Schweiz ist ein Trend zur Ausweitung dieser Pflichten erkennbar. Der Bundesrat hat im Jahr 2024 einen Entwurf vorgelegt, um die Schweizer ESG-Berichtsvorschriften an die verschärften EU-Vorgaben anzupassen.[253]

Künftig sollen neben den Gesellschaften des öffentlichen Interesses auch Unternehmen, die in zwei aufeinanderfolgenden Jahren zwei der nachfolgenden Grössen überschreiten, berichterstattungspflichtig sein: i) Bilanzsumme von 25 Mio. CHF, ii) Umsatzerlös von 50 Mio. CHF und iii) 250 Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt. Die Berichtserstattungspflichten sollen auch für zur Erstellung einer Konzernrechnung verpflichtete Unternehmen, die gemeinsam mit den von ihnen kontrollierten Unternehmen mindestens zwei der drei vorgenannten Grenzwerte in zwei aufeinanderfolgenden Geschäftsjahren überschreiten, gelten.[254] Daneben sieht der Vorentwurf u.A. detailliertere Inhaltsvorgaben[255] sowie eine Pflicht zur Prüfung der Berichte[256] vor. Die vorgeschlagene Anpassung würde die Transparenz volkswirtschaftlich bedeutender Unternehmen in nichtfinanziellen Belangen erhöhen.[257]

dd) Transparenz bei Rohstoffunternehmen und Sorgfaltspflichten zu Konfliktmineralien und Kinderarbeit

Unternehmen, die zur ordentlichen Revision verpflichtet sind und selbst oder durch ein von ihnen kontrolliertes Unternehmen im Bereich der Gewinnung von Mineralien, Erdöl oder Erdgas oder des Einschlags von Holz in Primärwäl-

---

252 Art. 964c OR.

253 Medienmitteilung des Bundesrates vom 26. Juni 2024, o.S.

254 Art. 964a Ziff. 2 und 3 VE-OR (Ausnahmen der Berichterstattungspflicht sind in Art. 964b VE-OR vorgesehen); Bericht des EJPD zur Vernehmlassung zum Vorentwurf zur Änderung des Obligationenrechts (Transparenz und Nachhaltigkeitsaspekte) vom 26. Juni 2024., 14 ff.

255 Art. 964c VE-OR; EJPD, Bericht zur Vernehmlassung 2024, 20 ff.

256 Art. 964c^{bis} VE-OR; EJPD, Bericht zur Vernehmlassung 2024, 33 ff.

257 Nach Abschluss des Vernehmlassungsverfahrens im Herbst 2024 hat der Bundesrat im März 2025 die Vernehmlassungsergebnisse diskutiert und dabei die sich in der EU abzeichnenden Vereinfachungen der Regeln zur Nachhaltigkeitsberichterstattung und der Sorgfaltspflichten zur Kenntnis genommen. Um diesen Entwicklungen Rechnung zu tragen, wurde die Anpassung der Bestimmungen im OR voraus ausgesetzt. Der Bundesrat will spätestens im Frühjahr 2026 über das weitere Vorgehen entscheiden (Medienmitteilung des Bundesrates vom 21. März 2025, Nachhaltige Unternehmensführung, o.S.).

dern tätig sind, müssen jährlich einen Bericht über die Zahlungen an staatliche Stellen verfassen.[258] Der Bericht dient der Verbesserung der Transparenz im Rohstoffsektor und soll das Risiko, dass die an Regierungen dieser Länder im Zusammenhang mit dem Rohstoffabbau geleisteten Zahlungen aufgrund von Misswirtschaft und Korruption versickern oder zur Konfliktfinanzierung missbraucht werden mindern.[259] Darüber hinaus sieht das Schweizer Obligationenrecht Sorgfalts- und Berichterstattungspflichten zu Konfliktmineralien und Kinderarbeit vor, die für Unternehmen, die Zinn, Tantal, Wolfram oder Gold aus Konfliktgebieten in die Schweiz importieren oder in der Schweiz bearbeiten und für Unternehmen, die Produkte oder Dienstleistungen anbieten, bei denen ein begründeter Verdacht auf den Einsatz von Kinderarbeit bei der Herstellung oder Erbringung besteht, gelten.[260] Die Sorgfalts- und Berichterstattungspflichten haben einen weiten Anwendungsbereich und können für sämtliche Unternehmen mit Sitz, Hauptverwaltung oder Hauptniederlassung in der Schweiz Anwendung finden.[261]

ee) Transparenz der wirtschaftlich Berechtigten

Mit Art. 697j OR hat die Schweiz 2015 die Pflicht zur Meldung der wirtschaftlich berechtigten Person eingeführt. Demnach ist zur Meldung des wirtschaftlich Berechtigten verpflichtet, wer allein oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten nicht an einer Börse kotierte Aktien erwirbt und dadurch den Grenzwert von 25 Prozent des Aktienkapitals oder der Stimmrechte erreicht oder überschreitet.[262] Von einer i.S.v. Art. 697j OR relevanten gemeinsamen Absprache mit Dritten ist nur dann auszugehen, wenn die Abstimmung der Verhaltensweise auf den Erwerbsvorgang ausgerichtet ist. Eine Absprache, die auf die gemeinsame Kontrollausübung ausgerichtet ist, fällt nicht unter die Meldepflicht.[263] Ein Aktionärsbindungsvertrag mit Stimmbindungsabsprachen wird daher nicht als melderechtlich relevanten Sachverhalt eingestuft, sofern er keine Abreden zum Erwerb von Aktien enthält.[264] Die Meldung erfolgt nur

258 Art. 964d ff. OR.

259 Oser/Mattle, Art. 964d, BSK OR II, Rz. 8.

260 Art. 964j ff. OR. Neben den Bestimmungen des Obligationenrechts ist in diesem Zusammenhang die Verordnung über Sorgfaltspflichten und Transparenz bezüglich Mineralien und Metallen aus Konfliktgebieten und Kinderarbeit (VSoTr) massgeblich.

261 Art. 964j Abs. 1 OR.

262 Art. 697j Abs. 1 OR.

263 Hess/Dettwiler, Art. 697j, BSK OR II, Rz. 28; Glanzmann, 276; Spoerlé, Art. 697j OR, Zürcher Kommentar, Rz. 48.

264 Hess/Dettwiler, Art. 697j, BSK OR II, Rz. 29; Spoerlé, Art. 697j OR, Zürcher Kommentar, Rz. 48; gl.M. mit anderer Begründung Gericke/Kuhn, 858; a.A. Jentsch, Transparenz, 298.

an die Gesellschaft und wird nicht publiziert.[265] Da die Gesellschaft aber verpflichtet ist, ein Verzeichnis der wirtschaftlich berechtigten Personen zu führen[266], ermöglicht die Meldepflicht den zuständigen Behörden, auf Anfrage über die wirtschaftlich Berechtigten und die Kontrollverhältnisse juristischer Personen informiert zu werden.[267]

Es bleibt zu vermerken, dass die Eidgenössischen Räte am 26. September 2025 ein neues Gesetz[268] beschlossen haben, welches neue Transparenzpflichten für juristische Personen einführt und ein zentrales Bundesregister der wirtschaftlich Berechtigten (Transparenzregister) vorsieht[269], welches das heutige Verzeichnis der wirtschaftlich berechtigten Personen gemäss Art. 697j OR ablösen soll. Das Transparenzregister wird ebenfalls nicht öffentlich sein, das Register soll den zuständigen Behörden und Finanzintermediären und dem GwG unterstellten Beratern schnellen unkomplizierten Zugang zu Informationen die wirtschaftlich berechtigten Personen einer juristischen Person ermöglichen.[270] Dieses Gesetz, zusammen mit einer Teilrevision des Geldwäschereigesetzes (GwG), soll voraussichtlich im Herbst 2026 (geplant Oktober 2026) in Kraft treten.

ff) Gläubigerschutz: Einsichtsrecht in Geschäftsbericht

Wie bereits dargelegt, trifft private Unternehmen keine Pflicht zur Veröffentlichung ihrer Jahresrechnung.[271] Gläubiger haben daher grundsätzlich keine Möglichkeit, sich ein Bild über die finanzielle Lage des Unternehmens zu machen. Als Ausgleich dazu gewährt Art. 958e Abs. 2 OR den Gläubigern eines Unternehmens, das nicht zur Publikation der Jahresrechnung verpflichtet ist, ein Einsichtsrecht in den Geschäftsbericht und die Revisionsberichte, sofern die Gläubiger ein schutzwürdiges Interesse an der Einsicht nachweisen können. Ob ein schutzwürdiges Interesse vorliegt, ist durch eine Abwägung im Einzelfall zu ermitteln. Indizien, die auf finanzielle Schwierigkeiten des Unternehmens hindeuten und die Einbringlichkeit der Forderung gefährdet erscheinen lassen oder die (Vorbereitung einer) Einleitung eines nicht aussichts-

---

265 Art. 697j Abs. 1 OR; Jentsch, Transparenz, 297; Hess/Dettwiler, Art. 697j, BSK OR II, Rz. 36.

266 Art. 697l OR.

267 Spoerlé, Art. 697j OR, Zürcher Kommentar, Rz. 3.

268 Gesetz über die Transparenz von juristischen Personen und die Feststellung der wirtschaftlich Berechtigten (TJPG); die Referendumsfrist läuft bis zum 15. Januar 2026.

269 Art. 9 ff. und 20 ff. TJPG.

270 Botschaft des Bundesrates vom 22. Mai 2024 über die Transparenz juristischer Personen und die Identifikation der wirtschaftlich berechtigten Personen, BBl 2024 1607, 65 f.; Art. 26 f. TJPG.

271 Kap. IV.1.c)aa).

losen Forderungsprozess, können ein schutzwürdiges Interesse begründen.[272] Gemäss der bundesgerichtlichen Rechtsprechung sind bei der Beurteilung des schützenswerten Interesses keine allzu strengen Massstäbe anzuwenden.[273] Das Einsichtsrecht verhindert aufgrund der latenten Pflicht zur Offenlegung, dass sich grosse private Unternehmen vollständig einer öffentlichen Kontrolle entziehen können.

d) Fazit

Private Unternehmen dürfen in der Schweiz traditionell unter dem Schutz des Geschäftsgeheimnisses agieren, was einen bewussten Unterschied zum kapitalmarktorientierten Offenlegungsregime darstellt. Allerdings existieren für grosse private Unternehmen bereits heute punktuelle Offenlegungs- und Reportingpflichten, wie die vorstehend skizzierten Regelungen zeigen. Diese sind jedoch verstreut und enger gefasst als diejenigen für börsenkotierte Unternehmen. Volkswirtschaftliche bedeutende private Unternehmen haben erheblichen Einfluss, ohne einer fortlaufenden öffentlichen Rechenschaftspflicht zu unterliegen. Dies wirft nicht zuletzt Fragen der Wettbewerbsgleichheit auf.

In den USA gibt es Überlegungen, die Schwelle für eine SEC-Reporting-Pflicht abzusenken und sie von der Unternehmensgrösse abhängig zu machen, etwa gemessen am Umsatz oder an der Marktbewertung.[274] Bislang sind konkrete Reformen ausgeblieben. Die Schweiz setzt bisher auf gezielte Erweiterungen der Transparenzpflichten (etwa im Nachhaltigkeitsbereich) anstatt eines abrupten Paradigmenwechsels. Die Debatte um gesetzliche Offenlegungspflichten volkswirtschaftlich bedeutender privater Unternehmen wird aber weitergehen. Ziel dieser Debatte muss die Findung einer angemessenen Balance zwischen unternehmerischer Freiheit und dem berechtigten Informationsinteresse der Allgemeinheit sein. Die Herausforderung besteht darin, Transparenz und Kontrollmechanismen zu stärken, ohne die Privatautonomie und Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen unverhältnismässig einzuschränken.

In Abwesenheit gesetzlicher Pflichten kommt den Stakeholder-Erwartungen an grosse private Unternehmen eine hohe Bedeutung zu. Immer häufiger fordern Geschäftspartner, kreditgebende Banken oder institutionelle Minderheitsinvestoren auch von nicht kotierten Gesellschaften Informationen über Governance, Risikomanagement und Nachhaltigkeit. Dies kann Unternehmen motivieren, freiwillig Transparenzstandards einzuführen. Der primär für Publikumsgesellschaften konzipierte *Swiss Code of Best Practice for Corporate*

272 Suter/Haag/Neuhaus, Art. 958e, BSK OR II, Rz. 6 f.
273 BGE 137 III 255 E. 4.1.3.
274 Westbrook, 570 ff.

Governance[275] wird teilweise als Leitfaden herangezogen, um in privaten Gesellschaften moderne Verwaltungsratsstrukturen und Compliance-Organisationen zu etablieren.

2. Insiderhandel im Umfeld privater Gesellschaften

a) Einleitung

Während der Begriff «Insiderhandel» typischerweise mit börsenkotierten Gesellschaften in Verbindung gebracht wird, erscheint er bei privaten Unternehmen auf den ersten Blick paradox. Historisch war dies kein Thema, da Aktien privater Unternehmen mangels Zulassung an Börsen nicht frei handelbar waren. Personen mit Anteilen an *Start-ups* oder anderen nicht börsenkotierten Firmen konnten ihre Beteiligungen nicht ohne Weiteres verkaufen, weshalb Insiderhandel ausgeschlossen schien. In jüngerer Zeit haben sich die Rahmenbedingungen jedoch grundlegend gewandelt. Private Märkte entwickeln sich zu den «neuen öffentlichen Märkten» und der Sekundärhandel mit Aktien nicht kotierter Unternehmen boomt.[276] *Venture*-finanzierte *Unicorns* wie OpenAI, SpaceX oder Stripe ermöglichen über interne *Tender Offers* und spezialisierte Plattformen den Handel ihrer Anteile, um Mitarbeiterbeteiligungen liquide zu machen und Investoren vor einem Börsengang einen Ausstieg zu ermöglichen.[277] Diese Entwicklung wirft heikle Rechtsfragen zur Anwendbarkeit der Bestimmungen zum Insiderhandel im Graubereich der privaten Kapitalmärkte auf.

b) Insiderhandel in der Schweiz

aa) Rechtliche Grundlagen in der Schweiz

Als Insiderhandel nach Schweizer Recht gilt das *Ausnützen von Insiderinformationen* durch Vornahme einer Insidertransaktion, Mitteilung der Insider-

---

275 Beim *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance* handelt sich um einen Akt der Selbstregulierung des Wirtschaftsdachverbandes *economiesuisse*, welcher seit 2002 Richtlinien zu guter *Governance* vorgibt und 2023 umfassend revidiert wurde.

276 S. Kap. I.5.b).

277 So vermeldete z.B. Investing.com, dass der Handel auf dem Sekundärmarkt mit Aktien privater Gesellschaften im Jahr 2024 u.A. aufgrund von *Tender Offers* bei OpenAI, SpaceX, Stripe Inc. ein neues Allzeithoch erreichen würde (Investing.com vom 18. Dezember 2024, o.S.). Im ersten Halbjahr 2025 erreichte das Handelsvolumen auf dem Sekundärmarkt 102 Mia. USD, was einen Anstieg von 41% gegenüber dem Vorjahr entspricht (Evercore, H1 2025 Secondary Market Review vom Juli 2025, <https://crain-design-hub.s3.us-east-1.amazonaws.com/pi/Evercore-H1-2025-Secondary-Market-Report.pdf>, 2).

information an eine Drittperson oder die Empfehlung zur Vornahme einer Insidertransaktion.[278] *Dies ist* aufsichtsrechtlich verboten[279] und wird strafrechtlich sanktioniert.[280] Bei Insiderinformationen handelt es sich um vertrauliche Informationen, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten, die an einem Handelsplatz[281] oder einem DLT-Handelssystem[282] mit Sitz in

278 Art. 142 Abs. 1 FinfraG.

279 Art. 142 FinfraG; die FINMA ist berechtigt, Insiderhandel gegenüber sämtlichen Marktteilnehmern zu untersuchen und zu ahnden, unabhängig davon, ob diese ihrer Aufsicht unterstehen oder nicht. Sie kann eine Feststellungsverfügung, eine Einziehung von unrechtmässig erzielten Gewinnen sowie die Veröffentlichung der Endverfügung anordnen. Gegenüber Beaufsichtigten ist stets das gesamte Enforcementinstrumentarium gemäss Art. 29-37 FINMAG anwendbar, sodass bspw. auch ein Berufs- oder Tätigkeitsverbot in Frage kommt (Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Allgemeine Marktaufsicht bei Insiderhandel und Marktmanipulation, o.D., <https://www.finma.ch/durchsetzung/marktaufsicht/marktmissbrauch/>, o.S.).

280 Art. 154 FinfraG; die Strafverfolgung erfolgt durch die Bundesanwaltschaft (Art. 156 Abs. 1 FinfraG; Wohlers/Pflaum, Art. 154, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 15). Beim Insiderhandel handelt es sich um ein Allgemeindelikt. Der Strafrahmen ist abhängig von der Schwere des Verstosses und der Täterkategorie, zu welcher der Täter gehört. So werden Personen mit direktem Zugang zur Insiderinformation, wie Mitglieder der Organe oder der Geschäftsleitung (sog. Primärinsider), welche einen Vermögensvorteil von mehr als einer Million CHF erzielt haben, mit einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe bestraft (Art. 154 Abs. 2 FinfraG), während Personen, die ohne direkte Informationsquelle in Kenntnis einer Insiderinformation gelangt sind (sog. Tertiärinsider), nur eine Busse auferlegt werden kann (Art. 154 Abs. 4 FinfraG). Zusätzlich können die durch den Insiderhandel erzielten Gewinne eingezogen werden, was in der Praxis oft den schmerzhaftesten Teil der Sanktion darstellt (Art. 70 des Schweizerischen Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937 (StGB, SR 311.0); Art. 35 FINMAG).

281 Als Handelsplätze gelten Börsen und multilaterale Handelssysteme (Art. 26 lit. a FinfraG). In der Schweiz umfasst dies die SIX Swiss Exchange, die BX Swiss sowie von der FINMA anerkannte multilaterale Handelssysteme. Rein dezentral organisierte DLT-Netzwerke können sich nicht als Handelsplatz bewilligen lassen, da sie nicht über die für eine Finanzmarktinfrastruktur notwendige Organisation verfügen (Art. 8 FinfraG; Remund/Wyss, 35). Im Schweizer Fintech-Ökosystem gibt es verschiedene Plattformen für digitale Wertrechte, wie z.B. Daura (<https://www.daura.ch/>), OOmnium (<https://oomnium.com/>) oder CMTA (<https://cmta.ch/>). Obschon es sich dabei um Plattformen mit Blockchain-Bezug handelt, handelt es sich nicht um multilaterale Handelssysteme i.S.v. Art. 26 lit. c FinfraG, da die Plattformen (noch) nicht über eine multilaterale Sekundärhandelsfunktion verfügen. Sollte eine dieser Plattformen künftig in den laufenden Handel eintreten wollen (z.B. durch ein geregeltes Matching von Kauf-/Verkaufsorders zwischen vielen Parteien), müsste geprüft werden, ob eine FINMA-Bewilligung als Handelsplatz oder DLT-Handelssystem erforderlich wird.

282 In der Schweiz sind bislang nur die SIX Digital Exchange (SDX) und BX Digital als Infrastrukturen für den digitalen Effektenhandel behördlich zugelassen. Die SDX ist nicht als DLT-Handelssystem lizenziert, sondern unter dem bestehenden Börsenregime bewilligt. Da sie DLT-Technologie nutzt, ist sie jedoch funktional äquivalent zu einem DLT-Handelssystem. Am 18. März 2025 hat die FINMA der BX Digital AG die erste Bewilligung als DLT-Handelssystem überhaupt erteilt (vgl. Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, FINMA bewilligt

der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen.[283] Nicht erfasst sind daher Insidertransaktionen mit Effekten, die nicht in der Schweiz zum Handel zugelassen sind.[284] Das Verbot des Insiderhandels greift nur, wenn sich die Information auf Effekten bezieht, die an einem geregelten Markt gehandelt werden. Werden nicht kotierte Effekten gehandelt, liegen keine Insidertitel vor, weshalb kein Insiderhandel vorliegen kann.[285] Das Schweizer Recht schützt damit primär die Funktionsfähigkeit und die Chancengleichheit auf dem Schweizer Kapitalmarkt. Informationen über rein ausländische oder private Wertpapiere fallen nicht unter Art. 154 FinfraG.

bb) Finanzmarktaufsichtsrechtliche Vorgaben

Ungeachtet des engen gesetzlichen Anwendungsbereichs des Insiderhandels[286] zieht das Finanzmarktaufsichtsrecht weitere Kreise. Das FINMA-Rundschreiben 2013/8 konkretisiert, dass zur Beurteilung der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit von Banken, Versicherungen, Handelsplätzen, Effektenhändlern, Fondsleitungen, SICAV, Kommanditgesellschaften für kollektive Kapitalanlagen, SICAF, Depotbanken und Vermögensverwaltern kollektiver Kapitalanlagen, Finanzgruppen und -konglomeraten sowie Versicherungsgruppen und -konglomeraten und direkt unterstellten Finanzintermediären sowie mit Blick auf die Anwendung der Aufsichtsinstrumente der FINMA[287] die Bestimmungen zum Insiderhandel auch auf den Effektenhandel im Primärmarkt, auf ausschliesslich an einem ausländischen Handelsplatz zugelassene Effekten sowie auf Geschäftstätigkeiten in anderen Märkten als dem Effektenmarkt Anwendung finden.[288]

---

erstes DLT-Handelssystem, Medienmitteilung vom 18. März 2025, <https://www.finma.ch/de/news/2025/03/20250318-mm-dlt-handelssystem/>).

283 Art. 2 lit. j FinfraG.

284 Das Schweizer Insiderstrafrecht knüpft an das Territorialitätsprinzip i.V.m. dem Ubiquitätsprinzip an (Art. 3 und 8 StGB), weshalb ein Inlandslisting allein nicht genügt, um Schweizer Jurisdiktion zu begründen. Art. 154 FinfraG ist anwendbar, wenn der Täter im Inland gehandelt hat oder der deliktische Erfolg im Inland eingetreten ist. Beim Insiderhandel liegt der Handlungsort dort, wo der Täter den Auftrag zum Wertpapiergeschäft erteilt. Dies kann sowohl der Standort des Insiders als auch der Ort des ausführenden Effektenhändlers sein. Die Durchführung einer Transaktion über eine Schweizer Börse allein führt nicht zur Anwendbarkeit des Schweizer Insiderstrafrechts. Der Erfolgsort ist dort, wo der Vermögensvorteil eintritt, d.h. in der Regel der Ort des Wertschriftendepots, auf dem der Gewinn realisiert wird (Wohlers/Pflaum, Art. 154, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 12 ff. m.w.N.).

285 Hoch/Hotz, Art. 142, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 10.

286 S. dazu Kap. IV.2.b)aa).

287 Art. 29-37 FINMAG.

288 FINMA, Rundschreiben 2013/8, «Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel», Rz. 41 ff. i.V.m. Rz. 4 ff.

Von den obengenannten Finanzinstituten wird auch verlangt, dass sie bei Anzeichen auf Insiderhandel die Hintergründe der Transaktion abklären, sich gegebenenfalls einer Mitwirkung an der Transaktion enthalten und u.U. eine Meldung an die FINMA vornehmen. Beaufsichtigte müssen den Umgang mit Insiderinformationen mittels interner Weisungen und Überwachungsmassnahmen so organisieren, dass Insiderhandel verhindert und aufgedeckt werden kann. Typische Massnahmen sind Handels- und *Blackout*-Perioden, die Pflicht zur Vorab-Genehmigung privater Wertpapiertransaktionen von Mitarbeitern, Haltefristen für Mitarbeiterbeteiligungen und das Gebot, sämtliche Wertschriften-Depots der Mitarbeitenden beim eigenen Institut zu führen (sodass Transaktionen überwacht werden können).[289] Diese Vorgaben zielen zwar in erster Linie auf den Handel mit börsenkotierten Titeln ab, erfassen aber grundsätzlich jeglichen Wertschriftenhandel der Mitarbeitenden. Ein Bankmitarbeiter, der Aktien eines FinTech-Start-ups kauft oder verkauft, würde beispielsweise von internen Compliance-Regeln erfasst werden, insbesondere, wenn das Start-up Kunde der Bank ist und der Mitarbeiter aufgrund seiner beruflichen Tätigkeit Kenntnisse über dieses Unternehmen erlangt hat. Selbst wenn ein solcher Vorgang nicht unter Art. 154 FinfraG fällt, könnte er aufsichtsrechtlich als Verstoss gegen interne Marktverhaltensregeln gewertet und sanktioniert werden. Die FINMA und die Arbeitgeber können hier disziplinarisch tätig werden, etwa durch Verwarnungen, Entlassungen oder Berufsverbote, um das Marktvertrauen zu wahren.

c) Insiderhandel auf privaten Sekundärmärkten

aa) Neue Entwicklungen

Der Schweizer Rechtsrahmen koppelt Insiderhandel traditionell an das Vorliegen eines Publikumshandels. Dies schützt klassische Börsenanleger, lässt jedoch den aufkommenden Handel an privaten Märkten rechtlich unreguliert. Eine vertrauliche Tatsache über ein Privatunternehmen, das keine an einem Handelsplatz oder DLT-Handelssystem zugelassenen Effekten ausgegeben hat, gilt nicht als Insiderinformation i.S. des FinfraG. Folglich macht sich ein Insider in einem solchen Unternehmen nicht strafbar, wenn er aufgrund der ihm zur Verfügung stehenden vertraulichen Informationen Anteile verkauft oder erwirbt. Diese Einschränkung war lange Zeit unproblematisch, da ohne Kotierung auch kein Handel stattfand.

Der Aufstieg privater Sekundärmärkte stellt dieses Paradigma jedoch in Frage. Es gibt heute Handelsplattformen und OTC-Marktplätze, auf denen Anteile

289 FINMA-RS 2013/8 Rz. 45 ff. i.V.m. Rz. 4 f.

nicht kotierter Gesellschaften gehandelt werden. In der Schweiz werden z.B. auf der ausserbörslichen Handelsplattform OTC-X der Berner Kantonalbank[290] Aktien von Schweizer KMU gehandelt, ohne dass diese an einer Börse kotiert wären. Bei solchen Plattformen handelt es sich nicht um geregelte Börsen i.S. des FinfraG, sondern um private Marktplätze mit freiwilliger Teilnahme. Auch international gibt es spezialisierte Anbieter[291], die Käufer und Verkäufer von Start-up-Anteilen zusammenbringen. Solange diese Handelsplätze nicht als multilaterale Handelssysteme im Sinn der Finanzmarktgesetze anerkannt sind, bleiben die dort gehandelten Titel rechtlich «privat». Zwar stehen die meisten dieser Plattformen nur akkreditierten Investoren offen, insgesamt ähnelt der Handel der privaten Unternehmensaktien aber zunehmend dem Börsenhandel: Es besteht ein organisiertes Marktumfeld, das den gehandelten Titeln Liquidität gewährt und der Preisfindung dient, ohne umfassend der Regulierung des öffentlichen Börsenhandels zu unterstehen. Daraus ergibt sich eine Regulierungslücke. Insiderhandel mit Aktien privater Unternehmen auf solchen Sekundärmärkten fällt nicht unter Art. 142 oder Art. 154 FinfraG.

bb) Informationsasymmetrien und fehlende Publizität

Ein Grundpfeiler des Kapitalmarktrechts ist das Prinzip der informationellen Chancengleichheit.[292] Verpflichtende Offenlegungspflichten (wie die Ad-hoc-Publizität[293], regelmässige Finanzberichte[294] etc.) gewährleisten, dass alle Investoren Zugang zu wesentlichen Informationen über Publikumsgesellschaften haben. Insiderhandelsverbote flankieren diese Pflichten, indem sie verhindern sollen, dass Insider ihren Wissensvorsprung ausnutzen, bevor Informationen allgemein bekannt gemacht werden. Bei privaten Unternehmen fehlen solche Offenlegungsvorschriften weitgehend[295], weshalb eine massive Informationsasymmetrie zwischen Unternehmensinsidern und potenziellen Käufern entsteht. Unternehmensinsider wie Gründer, leitende Angestellte oder bestehende Investoren verfügen bspw. über detaillierte Kenntnisse der Geschäftskennzahlen, laufender Verhandlungen (etwa über Finanzierungsrunden, Übernahmen oder grosse Kundenverträge) oder rechtlicher Risiken, während Aussenstehende nur fragmentarische oder veraltete Informationen haben. Insidergeschäfte im privaten Bereich können zwar das Vertrauen in den

290 S. <https://www.otc-x.ch/>.

291 Bspw. Nasdaq Private Market oder Forge Global in den USA, dazu bereits Kap. I.5.b).

292 Wohlers/Pflaum, Art. 154 FinfraG, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 2.

293 Vgl. z.B. Art. 53 KR SIX.

294 Vgl. z.B. Art. 49 ff. KR SIX.

295 Vgl. dazu Kap. IV.1.; insb. besteht keine Pflicht, Informationen mit Auswirkung auf den Aktienpreis («kursrelevante» Tatsachen), öffentlich bekannt zu machen.

Sekundärmärkten untergraben, fallen aber, wie bereits dargelegt, nicht unter die Bestimmungen des Insiderhandels.[296]

cc) Strafrechtliche und haftungsrechtliche Aspekte

Aus strafrechtlicher Sicht stellt sich die Frage, ob allgemeine Wirtschaftsstraftatbestände einschlägig sein könnten, um Insiderhandel bei privaten Unternehmen trotzdem zu erfassen. Denkbar wäre bspw. der Tatbestand des Betrugs[297], falls ein Insider den Käufer seiner Anteile aktiv täuscht oder in einem Irrtum arglistig bestärkt. In der Regel erfolgen solche Sekundärtransaktionen jedoch *ohne ausdrückliche Zusicherungen* über die Unternehmenslage, der Verkäufer schweigt schlicht zu seinem Insiderwissen. Sofern dem Verkäufer eine Garantenpflicht zukäme, wäre auch eine täuschende Unterlassung (d.h. die Nichtbeseitigung eines Irrtums) strafbar.[298] Zwischen fremden Marktparteien besteht aber in der Regel keine Garantenstellung, der Insider ist nicht verpflichtet, Insiderinformationen offenzulegen.[299] Da die Gesellschaft durch das Insidergeschäft in der Regel finanziell nicht geschädigt wird, kann ein solches Verhalten auch nicht als ungetreue Geschäftsführung[300] qualifiziert werden.[301] Ein weiter strafrechtlicher Aspekt betrifft die strafrechtlich sanktionierte Verletzung von Geheimhaltungspflichten, wie die Verletzung von Geschäftsgeheimnissen[302] oder bspw. bei Bankmitarbeitenden eine Verletzung des Berufsgeheimnisses[303]. So kam es bei prominenten Verurteilungen wegen Insiderhandel in der Vergangenheit auch zu Verurteilungen wegen der Verletzung von Geschäftsgeheimnissen.[304] Ein tatbestandsmässiges Handeln liegt allerdings nur dann vor, wenn ein Geheimnis an Dritte preisgegeben wird, die blosse Ausnützung eines Geheimnisses erfüllt den Tatbestand nicht.[305] Auch die Verletzung des Bankgeheimnisses erfordert einen Verrat des Geheimnis-

---

296 Art. 142 und Art. 154 sind nur auf kotierte Effekten anwendbar; s. dazu Kap. IV.2.b)aa).

297 Art. 146 StGB.

298 Maeder/Niggli, Art. 146, BSK StGB, Rz. 55 ff.

299 Bei der Garantenpflicht handelt es sich um eine qualifizierte Rechtspflicht zum Tätigwerden, die Kern des Rechtsverhältnisses sein muss und sich auf den Schutz des Vermögens zu beziehen hat. Eine blosse Vertragsbeziehung und das allgemeine zivilrechtliche Prinzip von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr begründet für sich allein keine Garantenstellung (BGE 140 IV 11 E. 2.4.5; Maeder/Niggli, Art. 146, BSK StGB, Rz. 55 ff.

300 Art. 158 StGB.

301 BGE 109Ib 47 f. E. 5a.

302 Art. 162 StGB.

303 Art. 47 BankG.

304 Siehe z.B. Urteil des Bundesstrafgerichts SK.2020.26 vom 22. Juni 2021 E. 2.1.4.14, worin der Angeklagte neben mehrfacher Insiderhandlung auch der Verletzung des Geschäftsgeheimnisses schuldig gesprochen wurde.

305 Niggli/Hagenstein, Art. 162, BSK StGB, Rz. 27.

ses.[306] Übertragen auf den «Insiderhandel» am privaten Markt bedeutet dies, dass die Weitergabe von vertraulichen Informationen[307] und deren Ausnutzung[308] strafrechtlich sanktioniert werden kann, die blosse Nutzung der Information zum persönlichen Vorteil ist hingegen nicht strafbar.[309]

Allenfalls kommt eine zivilrechtliche Haftung in Betracht: Sollte der Käufer oder der Verkäufer feststellen, dass ihm wesentliche Informationen verschwiegen wurden, die den Wert der erworbenen Anteile erheblich beeinträchtigen, könnte er versuchen, den Verkauf wegen Willensmängeln (Übervorteilung[310], Irrtum[311] oder absichtliche Täuschung[312]) anzufechten oder Schadenersatz geltend zu machen (z.B. wegen *culpa in contrahendo*[313] auf Basis von Art. 41 Abs. 2 OR). Aber auch hier stehen Hürden im Weg: Das Verschweigen von wahren Tatsachen bei Vertragsverhandlungen gilt nur als arglistig, wenn eine Aufklärungspflicht besteht. Grundsätzlich ist jede Partei dazu verpflichtet, sich zu informieren. Eine Ausnutzung eines Informationsvorsprungs ist nicht immer unzulässig.[314] Viele Transaktionen im Privatmarkt erfolgen «*as is*», d.h. der Käufer trägt das Risiko unbekannter Faktoren. Zudem enthalten Sekundärmarkt-Verträge oft Klauseln, die Haftungsansprüche ausschliessen und bestätigen, dass der Käufer keine weiteren Zusicherungen erhalten hat. Damit ist es rechtlich schwierig, im Nachhinein gegen einen Insider vorzugehen, der auf Basis von überlegenem Wissen verkauft hat.

dd) Kapitalmarktrechtliche Implikationen und Marktintegrität

Die zunehmende Handelstätigkeit in vormals illiquiden Privatunternehmen stellt die Aufsichtsbehörden vor der Herausforderung, die Marktintegrität auch ausserhalb traditioneller Börsen sicherzustellen. Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht ist etwa die Frage relevant, ob bestimmte private Handelsplattformen künftig als Handelsplätze anerkannt oder überwacht werden sollten. Das FinfraG kennt den Begriff des *multilateralen Handelssystems*.[315] Sollte ein Sekundärmarktplatz für private Aktien den Charakter eines multilateralen Han-

306 Stratenwerth, Art. 47, BSK BankG, Rz. 11 ff.
307 Art. 162 StGB; Art. 47 Abs. 1 lit. a BankG.
308 Art. 162 StGB; Art. 47 Abs. 1 lit. c BankG.
309 S.a. BGE 118 Ib 547 E. 5b.
310 Art. 21 OR.
311 Art. 23 OR.
312 Art. 28 OR; das Verschweigen von Tatsachen stellt nur eine Täuschung dar, wenn eine Aufklärungspflicht besteht (Schwenzer/Fountoulakis, Art. 28, BSK OR I, Rz. 8).
313 Die vorvertragliche Haftung *culpa in contrahendo* wird aus Art. 2 Abs. 1 ZGB abgeleitet (Lehmann/Honsell, Art. 2, BSK ZGB I, Rz. 17).
314 Lehmann/Honsell, Art. 2, BSK ZGB I, Rz. 17.
315 Art. 26 lit. c FinfraG.

delssystems annehmen, weil er multilateralen Handel nach nicht-diskretionären Regeln vorsieht, die keinen Ermessensspielraum zulassen, wäre der Sekundärmarktplatz als multilaterales Handelssystem bewilligungspflichtig und der aufsichtsrechtlichen Regulierung unterstellt[316], sodass bspw. auch die Insiderhandelsregeln Anwendung finden.[317] Da bestehende Schweizer Sekundärplattformen die Anforderungen dieser Definition nicht erfüllen, unterstehen sie keiner Bewilligungspflicht als multilaterales Handelssystem.[318]

Kapitalmarktrechtlich bedeutsam ist zudem die Thematik der Ad-hoc-Publizität. Publikumsgesellschaften sind verpflichtet, kursrelevante Tatsachen öffentlich bekanntzumachen, sobald sie in den wesentlichen Punkten Kenntnis davon haben.[319] Private Unternehmen trifft keine derartige Verpflichtung.[320] Aufgrund der fehlenden Ad-hoc-Pflicht bleiben Insiderinformationen daher sehr lange vertraulich. Eine mögliche regulatorische Überlegung wäre, ab einer gewissen Grösse oder Anzahl von Aktionären analog zu börsenkotierten Firmen Publizitätspflichten einzuführen. In den USA z.B. müssen neben kotierten Gesellschaften auch private Gesellschaften, die eine Bilanzsumme von 10 Mio. USD überschreiten und deren Aktien von mindestens 2'000 Aktionären, bzw. von 500 oder mehr Aktionären, die keine akkreditierten Investoren sind[321], gehalten werden, eine Registrierung bei der SEC vornehmen, wodurch sie zur Berichterstattung nach Section 13(a) des U.S. Securities Exchange Act verpflichtet werden.[322] Eine vergleichbare Regulierung gibt es in der Schweiz nicht. Unternehmen bleiben bis zum Börsengang privat, unabhängig von ihrer Grösse und Zusammensetzung des Aktionariats. Für Investoren bedeutet dies ein strukturelles Risiko: Ohne Pflichtpublikationen ist es schwer, den fairen Wert der Aktie einzuschätzen. Der Verdacht, dass Verkäufer in der Regel über einen Informationsvorsprung verfügen, kann langfristig die Liquidität austrocknen, da informierte Insider tendenziell verkaufen, wenn sie schlechte Nachrichten erwarten, während Käufer irgendwann misstrauisch werden und nur noch grosse Abschläge akzeptieren. Ein solches Ungleichgewicht schadet dem Vertrauen in den Markt und letztlich den Finanzierungsmöglichkeiten junger Unternehmen.

---

316 Daeniker/Waller, Art. 26, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 25.

317 Vgl. Art. 142 Abs. 1 und Art. 154 i.V.m. Art. 26 FinfraG.

318 Vgl. die Beispiele Daura, OOmnium und CMTA, s. Kap. IV.2.b)aa) Fn. 282.

319 Vgl. Art. 53 KR SIX und Art. 5 RLAhP SIX.

320 Vgl. Kap. IV.1.a); gewisse grosse private Unternehmen publizieren auf freiwilliger Basis gewisse Informationen (bswp. weil sie über ein breit gestreutes Aktionariat verfügen oder Finanzierungen planen).

321 Für «*foreign private issuers*» liegt die Schwelle für eine Registration bei 300 in den USA ansässigen Aktionären (Rule 12g3-2(a) des U.S. Securities Exchange Act).

322 Section 12(g) des U.S. Securities Exchange Act; vgl. Nobel/Bärtschi/Kaempf, Rz. 64.

d) Internationale Ansätze und Reformansätze

aa) Internationaler Vergleich: EU und USA

Ein Blick ins Ausland zeigt, dass die Problematik des Insiderhandels bei privaten Unternehmen unterschiedlich adressiert wird. Die EU-Marktmissbrauchsverordnung[323] gilt, ähnlich wie das FinfraG, für Finanzinstrumente, die an geregelten Märkten, multilateralen und organisierten Handelssystemen gehandelt werden, sowie für damit verbundene Derivate.[324] Private Aktien, die nirgendwo zugelassen sind, fallen hingegen nicht in den Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsverordnung. Folglich sind Insiderdeals mit solchen Wertpapieren auch in der EU nicht als Insiderdelikt verfolgbar, solange kein Handelsplatz involviert ist. Bisher gibt es keine spezifische EU-Initiative für eine Ausweitung auf private Transaktionen. Sollte sich ein geregelter Sekundärmarkt mit privaten Aktien etablieren, wäre eine Einstufung als multilaterales Handelssystem mit entsprechender Aufsicht denkbar. Bislang entziehen sich die Geschäfte mit privaten Aktien der unmittelbaren Marktmissbrauchs-Kontrolle.

In den USA ist der Ansatz formal anders gelagert. Es gibt kein kodifiziertes Insiderhandelsgesetz, Insiderhandel wird über die allgemeinen Betrugsbestimmungen des U.S. Securities Exchange Act[325], die SEC-Regel 10b-5 und den strafrechtlichen Betrugstatbestand geahndet.[326] Diese Vorschriften könnten theoretisch *jeden Handel mit Wertpapieren* unter Bezug auf betrügerisches Verschweigen erfassen, unabhängig davon, ob es sich um kotierte Papiere handelt oder nicht. In der Praxis lag der Fokus der US-Behörden jedoch fast ausschliesslich auf öffentlich gehandelten Titeln. Gleichwohl gab es Fälle, in denen Insiderhandel mit privaten Aktien verfolgt wurde, insbesondere wenn ein Bezug zu einer anstehenden öffentlichen Transaktion bestand.[327] Die weit

---

323 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung), welche in den EU-Mitgliedsstaaten direkt anwendbar ist. Die straf- und verwaltungsrechtlichen Sanktionen sowie Massnahmen zur Umsetzung sind hingegen durch die Mitgliedsstaaten im nationalen Recht vorzusehen (Remund/Wyss, 26).

324 Art. 2 Abs. 1 i.V.m. Art. 7 EU-Marktmissbrauchsverordnung.

325 Section 10(b) des U.S. Securities Exchange Act.

326 Vgl. Remund/Wyss, 26.

327 Ein Beispiel ist der Fall «SecondMarket/Facebook». Vor dem Facebook-Börsengang im Jahr 2012 florierte der Handel mit Facebook-Aktien auf Sekundärmarkt-Plattformen, und die SEC beobachtete diesen Markt genau. Mitarbeiter, die aufgrund interner Informationen in Erwartung des IPOs handelten, hätten sich grundsätzlich haftbar machen können. Bekannt wurde auch der Fall eines amerikanischen Bankers, der vorab von der Übernahme einer privaten Firma erfuhr und über Strohleute Anteile dieser Firma erwarb. In diesem Fall wurde

gefasste Betrugsnorm in U.S.-Recht bietet die notwendige Flexibilität, um eine Verfolgung von Insiderhandel auch in privaten Märkten zu ermöglichen. Allerdings bleibt die Durchsetzung schwierig, da die Fälle ohne Meldepflichten und Transparenz im Privatmarkt selten ans Licht kommen. Die USA setzen eher auf indirekte Regulierung: Der *Investment Company Act* und neuere Reformen (z.B. Regelungen für *Unicorns* ab gewisser Grösse) zielen darauf ab, grosse Privatunternehmen früher oder später zu einem *Reporting* zu zwingen. Damit soll verhindert werden, dass ein riesiger Aktienhandel im Verborgenen stattfindet. Dennoch ist auch in den USA anerkannt, dass private *Secondaries* eine Lücke darstellen. Renommierte Stimmen fordern daher eine Angleichung der Regeln. Wenn «*private markets […] the new public markets*» seien, müsse man ähnliche Spielregeln implementieren.[328]

bb) Reformansätze

Für die Schweiz stellt sich die Frage, ob der Gesetzgeber oder die FINMA aktiv werden sollten, um die erkannte Lücke zu schliessen. Der aktuelle FinfraG-Rahmen von 2016, der materiell unverändert aus dem BEHG übernommen wurde[329], spiegelt die damalige Sicht wider, dass Marktmissbrauch dort verfolgt werden soll, wo ein Markt stattfindet. Seitdem haben sich die Märkte jedoch weiterentwickelt. Denkbar wäre eine Anpassung des Begriffs der Insiderinformation und des Insidertitels, sodass auch regelmässig gehandelte Finanzinstrumente erfasst werden, deren Handel nicht auf einem Handelsplatz i.S. des FinfraG oder einem DLT-Handelssystem erfolgt. Eine solche Erweiterung wäre jedoch juristisch heikel: Sie würde den Anwendungsbereich strafrechtlicher Normen erheblich ausdehnen und mit dem Bestimmtheitsgebot kollidieren, da unklar wäre, ab wann ein «regelmässiger Handel» vorliegt. Alternativ könnte man erwägen, die grossen Sekundärplattformen einer Bewilligungspflicht als Handelsplatz zu unterstellen, sobald ein gewisses Volumen oder eine bestimmte Anzahl von Transaktionen überschritten wird. Ähnlich wie im FinTech-Bereich (*Sandbox vs. Regulation*) könnte man Schwellen definieren: Ab einer bestimmten Marktkapitalisierung der gehandelten Unternehmen oder einer bestimmten Teilnehmerzahl wäre eine Registrierung als Handelsplatz nötig, wodurch automatisch die Insiderhandelsregeln aktiviert würden. Bislang gibt es hierzu aber keine konkreten Vorschläge.

---

ein Insider Trading-Verfahren eingeleitet, obwohl die Firma nicht börsenkotiert war. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Aktien als Wertpapiere galten und der Handel über elektronische Kommunikationswege (*Interstate Commerce*) lief.

328 Vgl. Levine, Insider Trading, o.S., der die Problematik ausführlich diskutiert.

329 Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) vom 3. September 2014, BBl 2014 7483, 7584 f.

Die FINMA verfolgt bei Bewilligungsträgern und ihren Angestellten neben Verstössen am Schweizer Effektenmarkt auch schwere Marktmissbräuche auf ähnlichen Märkten im In- und Ausland.[330] Das deutet darauf hin, dass z.B. eine Schweizer Bank, die systematisch Transaktionen auf dem privaten Sekundärmarkt organisiert, sich an gewisse Verhaltensstandards halten muss. Möglicherweise könnten *Soft Law*-Instrumente oder Selbstregulierung hier ansetzen. Bspw. könnte ein Verhaltenskodex für Sekundärmarktplattformen freiwillige Transparenzregeln vorsehen, wie die Mitteilung wesentlicher Unternehmensnachrichten an alle registrierten Investoren, sowie Mechanismen, um Insiderhandel zu erschweren, wie *Blackout*-Perioden vor bekannten Unternehmensereignissen, obwohl keine Kotierung vorliegt.

Ein weiterer Ansatzpunkt ist die Sensibilisierung der Unternehmen selbst im Anbetracht der neusten Entwicklungen bei privaten Sekundärhandelsplattformen v.a. in den USA. Viele Start-ups und *Unicorns* befürchten Reputationsschäden, sollten Fälle von Insiderhandel öffentlich werden. Einige Unternehmen unterbinden deshalb vertraglich bestimmte Transaktionen ihrer Insider: In Aktionärsvereinbarungen und Mitarbeiterbeteiligungsplänen finden sich oft Handelsbeschränkungen, wie z.B. *Lock-up*-Perioden, Vorkaufsrechte zugunsten der Gesellschaft oder die Verpflichtung, Verkäufe dem Verwaltungsrat anzuzeigen. Diese dienen zwar in erster Linie der Kontrolle der Beteiligungsstruktur, können aber indirekt Insiderhandel vorbeugen, indem sie spontane, auf vertraulichen Informationen basierende Deals erschweren. Zudem haben einige Start-ups damit begonnen, Compliance-Regeln analog börsenkotierter Unternehmen einzuführen, z.B. freiwillige interne Insiderlisten, Sperrfristen rund um Verwaltungsratssitzungen und die Verpflichtung des Managements, sekundäre Verkäufe nur in bestimmten Fenstern und nach Freigabe vorzunehmen. So entsteht ein *quasi-regulatorisches* Umfeld, das Insiderhandel in privaten Firmen zumindest erschwert. Nicht zuletzt spielt auch der Druck der Investoren eine Rolle: Institutionelle Investoren, *Family Offices* und *VC-Fonds*, die am Sekundärmarkt Anteile erwerben, fordern zunehmend mehr Transparenz und Gewährleistungen. Sie lassen sich im Kaufvertrag mitunter zusichern, dass dem Verkäufer keine nicht-offengelegten negativen Informationen bekannt sind. Dies ist zwar schwer zu verifizieren, bietet im Streitfall aber eine Handhabe.

---

330 Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Allgemeine Marktaufsicht bei Insiderhandel und Marktmanipulation, o.D., <https://www.finma.ch/durchsetzung/marktaufsicht/marktmissbrauch/> FINMA, Marktaufsicht bei Insiderhandel, o.S.

V. Öffentliche Elemente im M&A von privaten Gesellschaften

1. Anwendung von *Fiduciary Out*: *No Shop* und *No Talk* auch in privaten Akquisitionen?

a) Einleitung

In öffentlichen Übernahmen in der Schweiz sind sogenannte *Deal Protection*-Klauseln üblich, um die Transaktionssicherheit für den Erstbieter zu erhöhen. Hierzu gehören insbesondere *No Shop*-Klauseln, durch die sich die Zielgesellschaft verpflichtet, aktiv keine alternative Käufer zu suchen. Daneben gibt es weitergehende *No Talk*-Klauseln, durch die sich die Zielgesellschaft dazu verpflichtet, mit unaufgefordert auftretenden Dritten keine Gespräche zu führen.[331]

No Shop-Verpflichtungen für die Dauer des Angebots werden in der Lehre als zulässig erachtet.[332] Eine *No Shop*-Klausel, welche die aktive Käufersuche untersagt, steht grundsätzlich im Einklang mit Art. 717 OR, solange das unterbreitete Angebot im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses aus Sicht des Verwaltungsrats im Gesellschaftsinteresse liegt. Der Verwaltungsrat ist nach Schweizer Recht daher nicht verpflichtet, ein Auktionsverfahren durchzuführen oder aktiv nach dem höchsten Gebot zu suchen.[333] Zudem hindert eine *No Shop*-Klausel einen konkurrierenden Anbieter nicht daran, von sich aus an die Zielgesellschaft heranzutreten. Der Verwaltungsrat, der eine *No Shop*-Verpflichtung eingegangen ist, darf ein solches unaufgefordertes Angebot grundsätzlich prüfen und verhandeln.[334] *No Talk*-Klauseln werden demgegenüber als problematisch angesehen. Nach herrschender Auffassung sind reine *No Talk*-Verpflichtungen unzulässig, da sie Drittangebote zu stark erschweren

---

331 Vgl. zum Ganzen, Gericke, Fiduciary Out, *passim*; Gericke/Wiedmer, Art. 36, Kommentar Übernahmeverordnung, Rz. 93 ff.; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 215; Jentsch, Transaktionsvereinbarungen, 198 ff.; Schnydrig/Vischer, 1193.

332 Vgl. z.B. Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 215; Jentsch, Transaktionsvereinbarungen, 198 ff.; Gaberthüel/Ehrsam, 563; a.A. noch Böckli, 4. A., Rz. 205b, in der Neuauflage finden sich keine Ausführungen zum öffentlichen Übernahmerecht.

333 Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 215; Gericke, Fiduciary Out, 57; Gaberthüel/Ehrsam, 566; Schnydrig/Vischer, 1198; Gericke/Wiedmer, Art. 36, Kommentar Übernahmeverordnung, Rz. 94a.

334 Gaberthüel/Ehrsam, 563; Gericke/Wiedmer, Art. 36, Kommentar Übernahmeverordnung, Rz. 93.

und kaum je im Interesse der Zielgesellschaft liegen.[335] Sie kollidieren mit der Pflicht des Verwaltungsrats, im Interesse der Gesellschaft zu handeln[336], sowie mit den übernahmerechtlichen Grundsätzen des Gleichbehandlungsgebots[337] und der Wahlfreiheit der Aktionäre bezüglich konkurrierender Angebote[338]. Um diesen Pflichten gerecht zu werden, enthalten Transaktionsvereinbarungen in öffentlichen Übernahmen typischerweise ein *Fiduciary Out*, d.h. eine Klausel, die den Verwaltungsrat im Fall eines besseren Konkurrenzangebots (sog. *superior offer*) von den *No Shop* bzw. *No Talk*-Verpflichtungen entbindet.[339] Ursprünglich aus dem US-amerikanischen Recht stammend, hat sich das Konzept der *Fiduciary Out*-Klausel auch in der Schweiz etabliert und ist mittlerweile ein zentrales Instrument zur Wahrung der gesellschaftsrechtlichen Pflichten des Verwaltungsrats, insbesondere bei öffentlichen Übernahmen.[340]

b) Entwicklung der Praxis der UEK seit 2019

Die UEK hat ihre Praxis zum *Fiduciary Out* in den letzten Jahren deutlich konkretisiert und die Anforderungen an die Vertragsgestaltung verschärft. Erstmals hat sie im Jahr 2019 im Fall Panalpina Welttransport (Holding) AG detailliert Stellung zur Zulässigkeit von *Fiduciary Out*-Klauseln genommen. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft hatte mit der Anbieterin eine Exklusivitätsvereinbarung abgeschlossen. Das vereinbarte *Fiduciary Out* war eng gefasst: Dem Verwaltungsrat war es nur gestattet, von der Exklusivität abzuweichen, wenn «bis zum fünften (5.) Börsentag vor Ablauf der Angebotsfrist ein höheres Angebot unterbreitet wird und der Verwaltungsrat von Panalpina in guten Treuen nach Rücksprache mit externen Beratern und seinem Finanzberater feststellt, dass das Versäumnis, eine derartige Massnahme zu ergreifen, seine Sorgfalts- und Treuepflichten gemäss Art. 717 OR oder anwendbare rechtliche Anforderungen verletzen würde.»[341] Mit anderen Worten hing das Eingreifen des *Fiduciary Out* von zwei Voraussetzungen ab: (i) Das Konkurrenzangebot musste rechtzeitig eingehen (spätestens fünf Börsentage vor

---

335 Vgl. Gericke/Wiedmer, Art. 36, Kommentar Übernahmeverordnung, Rz. 95; Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 215; Schnydrig/Vischer, 1200; Jentsch, Transaktionsvereinbarungen, 202 f.

336 Art. 717 Abs. 1 OR.

337 Art. 49 UEV.

338 Art. 133 Abs. 1 FinfraG.

339 Gericke, Fiduciary Out, 49.

340 Vgl. z.B. Gericke/Wiedmer, Art. 36, Kommentar Übernahmeverordnung, Rz. 95; Jentsch, Transaktionsvereinbarungen, 193 f.

341 UEK-Verfügung 726/02 i.S. Panalpina Welttransport (Holding) AG vom 10. Mai 2019, Sachverhalt G.

Ablauf der Angebotsfrist) und (ii) der Verwaltungsrat musste ernsthaft der Ansicht sein, dass er ohne Berücksichtigung dieses Angebots gegen seine Pflichten verstossen würde. Die UEK stufte diese Einschränkungen als unzulässig ein. Sie hielt fest, eine Verpflichtung zur Empfehlung eines Angebots nur so lange verpflichtend sei, wie kein konkurrierendes Angebot eine Neubeurteilung erfordere. Diese Neubeurteilung dürfe nicht durch starre zeitliche Einschränkungen beschnitten werden und müsse selbst dann erfolgen, wenn ein Konkurrenzangebot weniger als fünf Börsentage vor Angebotsende eingehe. Ferner müsse die Neubeurteilung im Ermessen des Verwaltungsrats bleiben. Die Kopplung an eine drohende Pflichtverletzung gemäss Art. 717 OR stelle eine unzulässige Einengung des Ermessens bei der Neubeurteilung dar.[342]

Kurz darauf befasste sich die UEK mit dem Fall der Bank Linth LLB AG. Hier war das *Fiduciary Out* etwas anders formuliert. Der Verwaltungsrat durfte mit einem Drittanbieter Verhandlungen führen, wenn er das Angebot des Dritten «aus strategischer und finanzieller Sicht als wesentlich besser beurteilt». Obschon keine konkrete Pflichtverletzungsgefahr mehr verlangt wurde, lag nach Ansicht der UEK eine unzulässige Beschränkung des Ermessens des Verwaltungsrats vor, da die Parteien versucht hatten, durch vorab festgelegte Kriterien vertraglich zu definieren, wann ein Angebot als «wesentlich besser» gilt.[343] Im Fall der GAM Holding AG sah die mit der Erstanbieterin abgeschlossene Transaktionsvereinbarung dann vor, dass der Verwaltungsrat mit einer Drittpartei sprechen und an Verhandlungen teilnehmen dürfe, wenn deren «Transaktionsvorschlag […] für die GAM-Aktionäre als wahrscheinlich vorteilhafter angesehen wird». Damit wurde das *Fiduciary Out* allein an eine Prognoseentscheidung des Verwaltungsrats bezüglich des Aktionärsnutzens geknüpft. Die UEK sah auch darin eine unzulässige Einschränkung des dem Verwaltungsrat zustehenden Ermessens, da der Verwaltungsrat bei der Beurteilung eines Angebots nicht nur die Aktionärsinteressen, sondern auch die Interessen der weiteren *Stakeholder* (Arbeitnehmer, etc.) berücksichtigten dürfe.[344] Die Transaktionsvereinbarung im Fall Von Roll Holding AG sah ein komplex formuliertes *Fiduciary Out* vor. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft durfte einem Dritten Informationen geben oder Verhandlungen aufnehmen, wenn «der VR in guten Treuen annimmt, dass der Dritte in der Lage

342 Verfügung der UEK 726/02 i.S. Panalpina Welttransport (Holding) AG vom 10. Mai 2019 E. 7; dass die Neubeurteilung nicht an die Voraussetzung einer drohenden Sorgfalts- und Treuepflichtverletzung gemäss Art. 717 OR geknüpft werden darf, bestätigte die UEK auch in Verfügung 802/02 i.S. Vifor Pharma AG vom 14. Januar 2022 E. 7 und in Verfügung 856/02 i.S. Crealogix Holding AG vom 29. November 2023 E. 10.4.

343 Verfügung der UEK 805/02 i.S. Bank Linth LLB AG vom 24. Februar 2022 E. 10.

344 Verfügung der UEK 844/03 i.S. GAM Holding AG vom 12. Juni 2023 E. 7; die UEK bestätigte diese Praxis erneut in Verfügung 864/02 i.S. Aluflexpack AG vom 27. März 2024 E. 7.

ist, die vorgeschlagene Konkurrierende Transaktion innert angemessener Frist durchzuführen und zu finanzieren, sowie dass die Konkurrierende Transaktion vernünftigerweise zu einem besseren Übernahmeangebot führen könnte, im besten Interesse aller Aktionäre der Gesellschaft sowie im besseren Interesse der Gesellschaft ist als das Angebot, und eine Unterlassung eine Verletzung der Sorgfaltspflichten des Verwaltungsrats wäre».[345] Die UEK hielt in Fortführung ihrer Praxis fest, dass die Einschränkungen, wonach die konkurrierende Transaktion a) «im besten Interessen aller Aktionäre» und b) «im besseren Interesse der Gesellschaft» liegen und c) «eine Unterlassung eine Verletzung der Sorgfaltspflichten des Verwaltungsrats» darstellen müsse, unzulässige Einschränkungen der Ermessensausübung des Verwaltungsrats darstellen würden.[346] Schliesslich ist der neueste Fall u-blox Holding AG zu erwähnen, in dem das «*Superior Company Proposal*» als Angebot, dass «the Company Board determines in good faith to be superior from a financial point of view» definiert wurde.[347] Auch hier kam die UEK zum Schluss, dass die Bedingung, dass der Verwaltungsrat nur dann Informationen mit einem potenziellen Konkurrenzanbieter austauschen oder Verhandlungen aufnehmen darf, wenn dessen Angebot aus finanzieller Sicht überlegen ist, eine unzulässige Beschränkung des Ermessens des Verwaltungsrats darstelle.[348]

c) No Talk-Zulässigkeit und Voraussetzungen eines gültigen Fiduciary Out

Aus der dargelegten Praxis der UEK lassen sich klare Leitlinien ableiten, wann eine *No Talk*-Klausel zulässig ist und wie ein *Fiduciary Out* gestaltet sein muss: Ein kategorisches Kommunikationsverbot gegenüber Drittbietern ist unzulässig.[349] Die UEK akzeptiert *No Talk*-Verpflichtungen nur, wenn diese durch eine effektive *Fiduciary Out*-Klausel durchbrochen werden können. Der Verwaltungsrat muss aufgrund seiner Pflichten aus Art. 717 OR und seiner Pflicht, das Angebot zu prüfen und dazu Stellung zu nehmen, jederzeit das Recht haben, mit einem Konkurrenzanbieter zu sprechen, wenn dies im Interesse der Aktionäre, der Gesellschaft oder der weiteren Stakeholder geboten scheint.[350] Es ist zulässig, dass sich eine Zielgesellschaft dazu verpflichtet, während der Dauer einer Exklusivitätsvereinbarung aktiv keine anderen Käufer aktiv suchen (*No Shop*), ihr Verwaltungsrat muss unaufgeforderte Angebote aber zu-

345 Verfügung der UEK 843/02 i.S. Von Roll Holding AG vom 7. September 2023 E. 8.1.
346 Verfügung der UEK 843/02 i.S. Von Roll Holding AG vom 7. September 2023 E. 8.4.
347 Verfügung der UEK 909/01 i.S. u-blox Holding AG vom 29. August 2025 E. 8.1.
348 Verfügung der UEK 909/01 i.S. u-blox Holding AG vom 29. August 2025 E. 8.
349 Art. 49 UEV.
350 Gericke/Wiedmer, Art. 36, Kommentar Übernahmeverordnung, Rz. 95.

mindest prüfen und gegebenenfalls verhandeln. Eine *No Talk*-Klausel darf den Verwaltungsrat zudem nicht daran hindern, alle Bieter gleich zu behandeln und sicherzustellen, dass alle die gleichen Informationen erhalten.[351] Das Ermessen des Verwaltungsrats bei der Prüfung eines Konkurrenzangebots darf nicht durch vertragliche Kriterien oder Schwellenwerte (z.B. mindestens 10% höherer Preis, strategisch passender, wahrscheinlich vorteilhafter, Kopplung an eine drohende Pflichtverletzung etc.) eingeschränkt werden. Der Verwaltungsrat muss Konkurrenzangebote umfassend würdigen (Wert, Konditionen, Finanzierung, Vollzugsrisiken, Auswirkungen auf Stakeholder etc.) und frei entscheiden können, ob ein besseres Angebot vorliegt. Um den Prozess bei Konkurrenzangeboten formal zu strukturieren, sollte die *Fiduciary Out*-Klausel auch prozedurale Aspekte regeln, z.B. die Verpflichtung der Zielgesellschaft, den Erstbieter unverzüglich zu informieren, wenn ein Drittangebot eingeht. Häufig wird dem Erstbieter vertraglich ein *Matching Right* eingeräumt, d.h. er hat die Möglichkeit, sein Angebot nachzubessern, bevor der Verwaltungsrat seine Empfehlung ändert. Zu beachten ist allerdings, dass es eines ausdrücklichen *Matching Rights* gar nicht bedarf, da *de facto* jeder Anbieter das Recht hat, sein Angebot zu verbessern.[352] Wichtig ist, dass die Ausübung des *Fiduciary Outs* nicht durch überlange Fristen oder komplizierte Konsultationsmechanismen faktisch vereitelt wird.

Zusammengefasst gibt die Praxis der UEK eine strenge Linie vor. Das Interesse des Marktes an offenen Bieterverfahren wird höher gewichtet als die Transaktionssicherheit des Erstangebots. Es stellt sich daher die Frage, ob das Verhandeln von *No Talk*-Klauseln obsolet ist.[353] Die Praxis zeigt, dass Parteien zugunsten der Planungssicherheit weiterhin versuchen, objektive Parameter in *Fiduciary Out*-Klauseln einzubauen, etwa indem sie den Begriff des besseren Angebots definieren. Es wäre m.E. wünschenswert, wenn die UEK einen gewissen Spielraum anerkennen würde, solange die Kriterien objektiv und angemessen sind und alle Stakeholder-Interessen berücksichtigt werden, auch weil die Verhandlung der *Fiduciary Out*-Klausel letztendlich nichts anderes als eine Vorverlagerung der Ermessensausübung des Verwaltungsrats ist[354] und es in

---

351 Art. 49 UEV; gewährt die Zielgesellschaft einem Erstbieter eine *Due Diligence*, muss sie die offengelegten Informationen im Fall eines Konkurrenzangebots auch dem Zweitbieter zugänglich machen (in der Praxis wird dies oft durch entsprechende *clean team*-Vereinbarungen oder Datenraumübernahmen sichergestellt) (ausführlich zum Thema der informationellen Gleichbehandlung der Anbieter z.B. Gericke/Wiedmer, Art. 49, Kommentar Übernahmeverordnung, Rz. 9 ff.

352 Art. 52 UEV.

353 Gaberthüel/Ehrsam, 566.

354 Gaberthüel/Ehrsam, 566.

der Schweiz gerade keine Auktionspflicht gibt.[355] Zu berücksichtigen ist auch, dass der Erstanbieter sich in einer gänzlich anderen Situation als ein Zweitanbieter befindet, da er die Zielgesellschaft zur Festlegung der Angebotskonditionen prüfen und bewerten muss. Zudem wird er der Zielgesellschaft im Rahmen der Verhandlungen gewisse Konzessionen machen, welche die Zielgesellschaft mit Pflichten ihrerseits kompensiert. Ein Zweitanbieter kann dagegen auf der Vorarbeit des Erstanbieters aufbauen und muss sich von der Zielgesellschaft vertraglich nicht einschränken lassen. Deshalb könnte man bspw. zulassen, dass sich der Verwaltungsrat verpflichten darf, Angebote erst ab einer bestimmten Materialitätsschwelle in Bezug auf Preis und Vollzugssicherheit zu verfolgen. Bislang hält die UEK jedoch konsequent an der Maxime fest, dass jede vertragliche Einschränkung des pflichtgemässen Ermessens unzulässig ist.[356] Es wird sich zeigen, ob trotzdem weiterhin *No Talk*- und *Fiduciary Out*-Klauseln vereinbart werden, in der Hoffnung, dass sie einer behördlichen Überprüfung standhalten, oder ob solche Abreden bei öffentlichen Übernahmen der Vergangenheit angehören.

d) Übertragung auf privat gehaltene Gesellschaften

Die mit dem *Fiduciary Out* zusammenhängenden Fragen, etwa ob die Pflicht besteht, die Möglichkeit vorzubehalten, sich nach Erhalt eines höheren Drittangebots von den Verpflichtungen gegenüber dem Erstanbieter zu lösen, können sich auch bei privaten Transaktionen stellen.[357] So kann bereits vor dem Abschluss des Unternehmenskaufvertrags oder auch nach dessen Unterzeichnung (vor Vollzug) der Wunsch bestehen, aus einer Exklusivitätsvereinbarung auszusteigen, um ein besseres Angebot verfolgen zu können.

aa) Vor Abschluss des Kaufvertrages

In der Praxis werden in Vertraulichkeitsvereinbarungen oder *Letters of Intent* häufig befristete Exklusivitätsklauseln aufgenommen. Damit soll während der *Due Diligence* und der Vertragsverhandlungen sichergestellt werden, dass der Verkäufer nicht parallel mit anderen Interessenten verhandelt. Solche *No Shop/No Talk*-Abreden im Vorfeld eines Vertragsschlusses sind im privaten Bereich üblich und unproblematisch. Die Härte einer solchen Abrede muss man jedoch relativieren. Die meisten Exklusivitätsvereinbarungen werden nämlich erst nach Durchführung einer (Prä-)Auktion geschlossen. Es werden häufig nur kurze Exklusivitätsfristen gewählt oder es wird ein Recht zur jeder-

355 Vgl. dazu Kap. V.1.a).
356 Vgl. z.B. Verfügung der UEK 805/02 i.S. Bank Linth LLB AG vom 24. Februar 2022 E. 10.
357 Vgl. dazu Gericke, Fiduciary Out, 55 ff.

zeitigen Beendigung der Verhandlungen und der Exklusivität vereinbart. Geht die *Due Diligence* oder die Finanzierung für den Kaufinteressenten mit grossem Aufwand einher, wird die Exklusivität manchmal mit einer *Break Fee* abgesichert. Umgekehrt wird Exklusivität manchmal auch als Gegenleistung für eine stärkere vorvertragliche Bindung des Kaufinteressenten gewährt. So kann ein Verkäufer die Gewährung der Exklusivität davon abhängig machen, dass der Interessent eine sogenannte *Reverse Break Fee* bezahlt, wenn er vom Kauf zurücktritt.[358]

bb) Im Kaufvertrag

Interessant ist die Frage des *Fiduciary Outs*, wenn nach Unterzeichnung des Kaufvertrags (*Signing*), aber vor Vollzug (*Closing*) durch eine Drittpartei ein alternatives Angebot unterbreitet wird. Während die Aktionäre börsenkotierter Gesellschaften dank den übernahmerechtlichen Bestimmungen ein Wahlrecht zukommt[359], ist die Lage bei privaten Verträgen differenzierter: Ein bereits unterzeichneter Aktienkaufvertrag bindet die Parteien zivilrechtlich. Ein «Bieterwechsel» wäre nur möglich, wenn der Vertrag eine entsprechende Ausstiegsklausel (also ein *Fiduciary Out*) enthält oder der Vertrag einvernehmlich aufgelöst wird.

Fiduciary Out-ähnliche Regelungen werden in privaten Unternehmenskaufverträgen aber kaum je vereinbart. In einem Verkäufermarkt (wenn viele Bieter um eine Zielgesellschaft wetteifern) mag der Verkäufer ein *Fiduciary Out* durchsetzen können, in einem Käufermarkt hingegen kaum. Bei privaten Transaktionen ist es marktüblich, dass nach dem *Signing* keine weiteren Angebote mehr geprüft werden. Es gibt jedoch auch Mechanismen, die im Ergebnis wie ein *Fiduciary Out* wirken können. So könnten bspw. die Genehmigung durch den Verwaltungsrat, die Generalversammlung[360], wichtige Aktionäre etc. der Verkäuferin als Vollzugsbedingung vorgesehen werden. Derartige *Closing*-Bedingungen sieht man in der Praxis aber nur in Ausnahmefällen. Auch Aktionärsbindungsverträge können gegebenenfalls die Aufnahme einer *Fiduciary Out*-ähnlichen Regelung in den Kaufvertrag gebieten. Verzichten z.B. Vorkaufsberechtigte nicht bereits vor dem *Signing* auf ihr Vorkaufsrecht, so muss im Kaufvertrag ein Vorkaufrechtsvorbehalt vorgesehen werden. Enthält

---

358 In der Regel ist die *Reverse Break Fee* nur geschuldet, wenn die *Due Diligence* keine wesentlichen negativen Aspekte zutage gefördert hat; zum Ganzen vgl. Gericke, Fiduciary Out, 55.

359 Art. 133 Abs. 1 FinfraG, Art. 48 Abs. 4 UEV.

360 Eine Zustimmung der Generalversammlung ist etwa bei einer Fusion (Art. 18 des Bundesgesetzes über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. Oktober 2003 [Fusionsgesetz, FusG, SR 221.301]) erforderlich, auf welche die in Art. 24 FusG vorgesehenen Erleichterungen keine Anwendung finden.

der Aktionärsbindungsvertrag Vorhandrechte (*right of first offer*) oder Erstverhandlungsrechte (*right of first negotiation*) sehen diese gelegentlich vor, dass ein verkaufswilliger Aktionär nach einem Vertragsschluss mit dem Berechtigten während einer bestimmten Frist proaktiv Drittangebote einholen darf (*Go-Shop*), um einen Verkauf an den Meistbietenden zu ermöglichen.[361] Findet sich in dieser Zeit ein besseres Angebot, darf der Verkäufer den ersten Vertrag gegen Zahlung einer *Break Fee* kündigen bzw. hat der Erstkäufer wie beim *Fiduciary Out* im öffentlichen Kontext[362] *Matching Rights*. Wird in der vereinbarten Frist kein besseres Angebot gefunden, gilt ein absolutes *No Shop/No Talk* bis zum *Closing*.

cc) Rechtliche Einordnung

In einer Aktiengesellschaft ohne Publikumsaktionäre können die Aktionäre typischerweise direkt und ohne Empfehlung des Verwaltungsrats über den Verkauf entscheiden. Grundsätzlich gilt Vertragsfreiheit: Die Parteien können über Exklusivität frei verhandeln und diese uneingeschränkt vereinbaren. *No Shop*– und *No Talk*-Klauseln sind im privaten M&A innerhalb der gesetzlichen Schranken zulässig und durchsetzbar. Es ist kaum vorstellbar, dass ein Gericht eine Exklusivitätsklausel als unzulässig verwirft. Auch hohe *Break Fees* wurden im privaten Kontext bislang nicht als sittenwidrig qualifiziert. Eine *No Shop/No Talk*-Vereinbarung ist demnach eine normale Vertragsklausel, die den Parteien Pflichten auferlegt. Wird sie verletzt, kann gegebenenfalls Schadenersatz gefordert werden[363] und, sofern vertraglich vereinbart, kann eine Konventionalstrafe fällig werden oder der anderen Partei kommt ein Rücktritts- bzw. Kündigungsrecht mit oder ohne *Break Fee* zu. Auch ein Mehrheitsaktionär kann frei entscheiden, an wen er seine Beteiligung verkauft; er ist rechtlich nicht verpflichtet, das Einverständnis der Minderheit einzuholen oder das höchste Gebot zu wählen.[364]

Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht ist zu beachten, dass auch der Verwaltungsrat einer privaten Aktiengesellschaft der Sorgfalts- und Treuepflicht nach Art. 717 Abs. 1 OR unterliegt. Beide Pflichten sind dem Wortlaut nach allein auf die Interessen der Gesellschaft, nicht auf Partikularinteressen von Aktionären, ausgerichtet. Inwieweit das Gesellschaftsinteresse Aktionärsinteressen mitumfasst, ist umstritten. Eine Pflicht, den Verkaufserlös für die Aktionäre

361 Gericke, Fiduciary Out, 55 f.
362 Vgl. Kap. V.1.c).
363 Art. 97 OR.
364 Vorbehalten bleiben abweichende statutarischer oder vertragliche Regelungen, die man z.B. bei einem *Drag-along* treffen kann.

zu maximieren, gibt es in der Schweiz nicht[365], wobei der Verwaltungsrat Gelegenheiten zur Gewinnmaximierung zu nutzen hat, wenn dies (auch) im Interesse der Gesellschaft liegt. Entsprechend ist es selbstverständlich, dass, wenn eine Gesellschaft eine Tochtergesellschaft oder Division verkauft, auch die Höhe des zu erzielenden Erlöses eine zentrale Rolle spielt.[366] Sofern das Gesellschaftsinteresse einer Transaktion nicht entgegensteht, kann ein Verwaltungsrat folglich seine gesellschaftsrechtlichen Pflichten verletzen, wenn er eine Transaktion zum Maximalpreis verhindert oder nicht fördert.[367]

Dennoch kann sich in einem Szenario, in dem zwischen *Signing* und *Closing* noch zustimmungsberechtigte Gremien eingeschaltet werden müssen, ein *Fiduciary Out* empfehlen. Ein solches Szenario liegt z.B. bei einer Fusion nach FusG[368], einer Quasi-Fusion (Kauf mit Kapitalerhöhung durch Sacheinlage), einem Kauf mit vorgängiger Kapitalerhöhung[369] oder einem Asset Deal, der der Zustimmung der Generalversammlung bedarf, vor. In diesen Fällen hat der Verwaltungsrat zwar den Vertrag ausgehandelt, die letztliche Entscheidung liegt jedoch bei der Generalversammlung. Der Verwaltungsrat muss den Aktionären die Vorzüge der Transaktion darlegen, ähnlich wie bei einem öffentlichen Übernahmeangebot. Wenn nun vor der Generalversammlung ein besseres Angebot auftaucht, stellt sich für den Verwaltungsrat wiederum die Frage, ob er am ursprünglichen Geschäft festhalten soll. In der Fusionspraxis gibt es in der Schweiz dazu wenige Präzedenzfälle, allerdings kann man argumentieren, dass der Verwaltungsrat in einem solchen Fall seine Empfehlung ändern dürfte (oder sogar müsste), um Schaden von der Gesellschaft abzuwenden. Hier kämen die *Business Judgment Rule*[370] und Art. 717 Abs. 1 OR zum Tragen. Ein vertragliches *Fiduciary Out* wäre auch bei privaten Transaktionen sinnvoll, um klarzustellen, dass der Verwaltungsrat der Gesellschaft notfalls aus

---

365 Gericke, Fiduciary Out, 56 f.

366 Weitere relevante Faktoren sind z.B. die Transaktionssicherheit, die Wahrung der Reputation, die Dauer der Transaktion etc.; vgl. Gericke, Fiduciary Out, 59.

367 Gericke, Fiduciary Out, 60.

368 Vgl. Art. 18 FusG. Keine Zustimmung der Generalversammlung ist notwendig, wenn die Erleichterungen nach Art. 24 FusG anwendbar sind.

369 Die geplante Übernahme der privaten UPC durch die börsenkotierte Sunrise Communications illustriert die Dynamik. Sunrise hatte einen Vertrag zum Kauf von UPC für 6.3 Mia. CHF unterschrieben. Die Übernahme sollte u.a. durch eine Bezugsrechtsemission der Sunrise für 4.1 Mia. CHF finanziert werden. Die Übernahme scheiterte schliesslich, hauptsächlich wegen Bedenken der Sunrise-Aktionäre, welche an der GV der Sunrise die Bezugsemission genehmigen sollten, und wurde gestoppt, da keine Einigung mit dem Eigentümer Liberty Global erzielt werden konnte (Schweizer Radio und Fernsehen vom 13. November 2019, o.S.).

370 Vgl. für die Anwendung der Business Judgment Rule im Bereich von M&A-Transaktionen, Gerhard, Superstar-CEO, 387.

dem Vertrag aussteigen kann, falls die Aktionäre ein anderes Angebot bevorzugen oder die Kapitalerhöhung nicht genehmigen. Schliesslich könnte ein *Fiduciary Out* grundsätzlich auch in privaten Transaktionen sinnvoll sein, wenn der Marktwert unbekannt ist. Kann kein vorgängiger Markttest durchgeführt werden oder verspricht ein solcher keinen Informationsgewinn, kann ein *Fiduciary Out* dem Verwaltungsrat Handlungsspielraum bewahren.[371]

Zusammengefasst lässt sich festhalten: *No Shop/No Talk*-Klauseln sind in *Private M&A* weitgehend verhandelbar. Ein striktes *No Talk* mag bei privaten Transaktionen, anders als im öffentlichen Übernahmerecht, rechtlich zulässig sein, ohne dass zwingend ein *Fiduciary Out* gewährt werden muss. Der Verwaltungsrat sollte jedoch bei bedeutenden Transaktionen auch im privaten Umfeld stets prüfen, ob ein vollständiger Verzicht auf Konkurrenzangebote mit seinen Treuepflichten vereinbar ist. Zwar ist er nicht verpflichtet, den Kaufpreis zugunsten der Aktionäre zu maximieren, nachteilig darf eine Abrede für die Gesellschaft aber nicht sein. Sollte im konkreten Fall absehbar sein, dass ein Bieterwettstreit möglich ist, kann es sinnvoll sein, einen gewissen *Exit*-Kanal offen zu lassen. Beispielsweise könnte man eine Klausel vereinbaren, wonach der Vertrag bei Erfüllung bestimmter Bedingungen aufgelöst werden darf, falls ein Drittangebot kommt, das objektiv erheblich vorteilhafter ist (und der erste Käufer keinen entsprechenden *Match* bietet). Solche Vereinbarungen erfordern jedoch das Einverständnis des Käufers und sind daher praktisch nur durchsetzbar, wenn der Wettbewerb um die Zielgesellschaft stark ist.

e) Fazit

Das *Fiduciary Out* spielt auch im Schweizer Übernahmerecht eine zentrale Rolle. Die Praxis der UEK macht klare Vorgaben, zur Zulässigkeit von *No Talk*-Klauseln[372] und zu den Voraussetzungen, die ein *Fiduciary Out* erfüllen muss.[373] Dabei wird das Interesse an einem Bieterwettbewerbs höher gewichtet als das Interesse an Transaktionssicherheit zugunsten des Erstbieters. Für private M&A-Transaktionen lassen sich die Grundgedanken des *Fiduciary Out* teilweise übertragen, auch wenn dort kein regulatorischer Zwang besteht. Exklusivitätsklauseln sind privat verhandelbar, Verwaltungsräte sollten sich aber auch in diesem Bereich bewusst sein, dass sie gegebenenfalls Bedarf nach Flexibilität zur pflichtgemässen Neuorientierung haben könnten. Ein freiwillig vereinbarter *Fiduciary Out*, etwa kombiniert mit einer *Break Fee*, kann ein aus-

371 Gericke, 58.

372 Solche sind nur mit effektivem *Fiduciary Out* zulässig, vgl. Kap. V.1.c).

373 Dem Verwaltungsrat muss uneingeschränktes Ermessen bei der Prüfung des Konkurrenzangebots zukommen, vgl. Kap. V.1.c).

gewogenes Mittel sein, um Verkäuferpflichten und Käuferinteressen in Einklang zu bringen.

2. Exit und Liquiditätsoptionen ohne IPO und M&A

a) Einleitung

Private-Equity-Gesellschaften und börsenkotierte Unternehmen verwenden von Grund auf unterschiedliche Renditestrukturen und-strategien. Während das Private-Equity-Modell auf *Exits* (entweder durch einen Börsengang oder den Verkauf an einen strategischen Käufer) angewiesen ist, um Kapital an ihre Investoren auszuschütten, befriedigen börsenkotierte Unternehmen die Bedürfnisse ihrer Investoren durch Dividenden, Aktienrückkäufe und langfristige Kapitalwertsteigerungen. Die traditionellen Grenzen verschwimmen jedoch zunehmend, da sowohl Private-Equity- als auch börsenkotierte Unternehmen mittlerweile eine Mischung aus verschiedenen Methoden nutzen, um überdurchschnittliche oder flexiblere Renditen für ihre Investoren zu erzielen.

In Zeiten volatiler Kapitalmärkte und schleppender Börsengänge suchen Private-Equity-Unternehmen vermehrt nach alternativen *Exit*– und Liquiditätsstrategien jenseits des traditionellen Börsengangs oder Verkaufs an strategische Käufer. Insbesondere in den letzten Jahren haben sich *Dividend Recapitalizations* (*Dividend Recaps*), GP-geführte Sekundärtransaktionen in sog. *Continuation Fonds* sowie *Evergreen-Fonds* als wichtige Instrumente etabliert, um Investoren Liquidität zu verschaffen und Beteiligungen fortzuführen. Diese Vorgehensweisen erlauben es *General Partners* (*GPs*), trotz unsicherer Marktbedingungen das Wertsteigerungspotenzial von Portfoliounternehmen weiter auszuschöpfen und den *Limited Partners* (*LPs*) gleichzeitig wahlweise einen vorzeitigen Ausstieg zu ermöglichen. Allerdings werfen diese innovativen Strategien eine Reihe von rechtlichen und regulatorischen Fragen auf. Die Interessenkonflikte sind teils offensichtlich, etwa wenn ein Fondsmanager Vermögenswerte aus einem eigenen Fonds in einen neuen, von ihm kontrollierten Fonds verkauft und stellen die treuhänderischen Pflichten sowie den Aufsichtsrahmen auf die Probe.

b) Dividend Recapitalizations

aa) Begriff und Zweck

Bei der *Dividend Recapitalization* nimmt ein Portfoliounternehmen Fremdkapital auf, um daraus eine Sonderdividende an die Aktionäre, in der Regel einen Private-Equity-Fonds, auszuschütten. Private-Equity-Gesellschaften nut-

zen *Dividend Recaps* vor allem, um vorzeitig Liquidität aus einer Beteiligung zu ziehen, ohne diese verkaufen zu müssen. Für die Investoren ist der Vorteil offensichtlich: Sie erhalten einen Teil des investierten Kapitals zurück und sichern sich so eine Rendite, ohne ihre Eigentumsanteile aufgeben zu müssen.[374] Für das Portfoliounternehmen sind die Vorteile weniger eindeutig. Zwar kann eine solche Rekapitalisierung kurzfristig die Beziehung zwischen Unternehmen und Aktionär stabilisieren, indem der Sponsor signalisiert, auch weiterhin investieren zu können oder zu wollen. Allerdings erhöht sich mit der Verschuldung die Zins- und Tilgungslast des Unternehmens erheblich und dessen finanzielle Flexibilität wird geschmälert. Praxisbeispiele zeigen, dass aggressive *Dividend Recaps* ein Unternehmen in wirtschaftlichen Abschwungphasen anfälliger für eine *Insolvenz* machen können.[375]

In Zeiten schwieriger *Exit*-Märkte erleben *Dividend Recaps* Hochkonjunktur. Insbesondere in Phasen, in denen Börsengänge und Unternehmensverkäufe stocken, greifen viele Private-Equity-Gesellschaften zu diesem Mittel, um ihren Investoren Kapital auszuzahlen. Ein prominentes Beispiel ist die geplante *Dividend Recap* des Schweizer Softwareunternehmens *WebPros* durch CVC Capital Partners im Jahr 2025: Über eine Unitranche-Fremdfinanzierung von rund 1 Mrd. USD soll gemäss Medienberichten ein bestehender Kredit refinanziert und gleichzeitig eine beträchtliche Bargeldausschüttung an den Private-Equity-Eigentümer ermöglicht werden.[376]

bb) Gesetzliche Schranken

Dividend Recaps sind durch die Vorschriften des Kapitalschutzes und die Organpflichten rechtliche Schranken gesetzt. Nach Schweizer Gesellschaftsrecht müssen Dividenden die Vorschriften von Art. 675 OR einhalten, d.h. sie dürfen ausschliesslich aus freiem Eigenkapital ausgeschüttet werden.[377] Ein Schweizer Unternehmen kann somit nicht allein aufgrund eines Darlehenszuflusses rechtmässig eine Dividende (oder eine Zwischendividende auf Basis von Zwischenabschlüssen)[378] ausrichten, die Ausschüttung bedarf ausreichender frei verfügbarer Reserven in der Bilanz. Der Verwaltungsrat hat dabei sicherzustellen, dass jede Dividende die Bilanzprüfung besteht und deren Aus-

374 Bhardwaj/Gupta/Howell, 8.

375 Bhardwaj/Gupta/Howell, 8 f. und 30 f.

376 Brown/Ruckin, o.S.

377 Der Wortlaut des Gesetzes, wonach Dividenden «nur aus dem Bilanzgewinn und aus hierfür gebildeten Reserven» ausgerichtet werden dürfen, ist zu eng. Dividenden dürfen aus dem gesamten nicht gesperrten Eigenkapital ausgerichtet werden, vgl. Vogt, Art. 675, BSK OR II, Rz. 25.

378 Art. 675a OR.

richtung nicht zur Zahlungsunfähigkeit[379], zum Kapitalverlust[380] oder gar zur Überschuldung[381] des Unternehmens führt. Kommt der Verwaltungsrat diesen Pflichten nicht nach, verstösst er gegen seine Sorgfalts- und Treuepflichten.[382] Ein Beschluss über eine Dividende, der gegen Art. 675 Abs. 2 OR verstösst, weil das Unternehmen nicht über ausreichend freies Eigenkapital verfügt, ist nichtig.[383] Wurde eine auf einem nichtigen Beschluss beruhende Dividende ausgerichtet, gilt diese als «ungerechtfertigt bezogen». Die Aktionäre sind zur Rückerstattung an die Gesellschaft verpflichtet.[384] Gegen Verwaltungsratsmitglieder könnten bei einem rechtswidrigen Dividendenantrag Verantwortlichkeitsansprüche gemäss Art. 754 OR erhoben werden.[385] Im Konkurs der Gesellschaft können die Ansprüche gegen die Aktionäre und den Verwaltungsrat durch die Konkursverwaltung und, bei deren Untätigbleiben, durch die Gläubiger geltend gemacht werden.[386]

Ein rechtmässiger Dividendenbeschluss hingegen könnte im Konkurs der Gesellschaft mittels paulianischer Anfechtungsklage angefochten werden.[387] Ob eine Ausschüttung durch die Schenkungsanfechtung nach Art. 286 SchKG angefochten werden kann, ist abhängig davon, ob man die Dividende als Schenkung oder unentgeltliche Verfügung qualifiziert. Ein Teil der Lehre verneint die Anfechtbarkeit, da es sich bei der Dividende um Ertrag für investiertes Kapital handle.[388] Andere befürworten die Anfechtbarkeit, da ohne den Beschluss der Generalversammlung auch keine Pflicht zur Ausrichtung einer Dividende bestehen würde, es sich beim Dividendenbeschluss mithin also um eine unentgeltliche Verfügung handle.[389] Da eine *Dividend Recap* fremdfinanziert ist, dürfte in diesem Fall schwierig sein, mit dem Argument des Ertrags für investiertes Kapital gegen eine Anfechtung zu argumentieren. Sofern der Dividendenbeschluss mit Schädigungsabsicht erfolgte, kann auch eine Absichtsanfechtung nach Art. 288 SchKG in Betracht gezogen werden.[390]

---

379 Art. 725 OR.

380 Art. 725a OR.

381 Art. 725b OR.

382 Art. 717 Abs. 1 OR; ausführlich dazu Vogt, Art. 675, BSK OR II, Rz. 104 ff.

383 Art. 706b Ziff. 3 OR.

384 Art. 678 Abs. 1 OR.

385 Ausführlich zu den Rechtsfolgen eines rechtswidrigen Dividendenbeschlusses, Vogt, Art. 675, BSK OR II, Rz. 128 ff.

386 Für Verantwortlichkeitsansprüche gegen den Verwaltungsrat s. Art. 757 OR. Für Rückerstattungsansprüche gegen die Aktionäre gilt Art. 757 OR sinngemäss (Art. 678 Abs. 6 OR).

387 Art. 285 ff. SchKG.

388 Leisinger/Paumgartner, 64 f. m.w.N.

389 Milani/Penon/Schürch, 587.

390 Leisinger/Paumgartner, 65 f.; Milani/Penon/Schürch, 593 ff.; eine Überschuldungspauliana i.S.v. Art. 287 des Bundesgesetzes über Schuldbetreibung und Konkurs vom 11. April

Die Kapitalschutzvorschriften des Schweizer Gesellschaftsrechts schränken *Dividend Recaps* ein. Ein Unternehmen muss ausschüttungsfähige Gewinne erzielen und nach der Ausrichtung der Dividende zahlungsfähig bleiben. Kurzum: Fremdfinanzierte Dividendenausschüttungen bergen erhebliche Rechtsrisiken. Verwaltungsrat und GPs müssen sorgfältig prüfen, ob eine Ausschüttung durch die Finanzlage gedeckt ist und die langfristige Solvenz des Unternehmens nicht gefährdet. Andernfalls setzen sie sich der Gefahr von *Claw-back*-Forderungen und Organhaftung aus.

cc) Vertragliche Schranken

Unternehmen, die zur Finanzierung von Dividenden Kredite aufnehmen oder Anleihen ausgeben, unterliegen in der Regel sog. «*Restricted Payments*»-Vereinbarungen, die die Höhe der Dividenden begrenzen. Private-Equity-Sponsoren haben darauf gedrängt, diese Begrenzungen zu lockern und Dividenden auch dann zuzulassen, wenn das Unternehmen keine Gewinne erzielt. Kreditgeber sind gegenüber einer «*Carte blanche*» für Dividenden vorsichtig, da diese vor einem Abschwung des Unternehmens Wert abschöpfen könnten. Zwar sind direkte Zahlungsausfälle nach *Dividend Recaps* selten, da sie oft Unternehmen betreffen, die zum Zeitpunkt der Rekapitalisierung als stabil gelten.[391] Die höhere Verschuldung führt aber nichtdestotrotz zu einem gesteigerten Risiko für die Gläubiger, weswegen in der Regel als Ausgleich höhere Renditen vorgesehen werden. Rechtlich gesehen muss eine *Dividend Recaps* also den Spagat zwischen den Beschränkungen des Gesellschafts- und des Vertragsrechts schaffen.

dd) Steuerrechtliche Schranken

Eine weitere rechtliche Überlegung betrifft die Besteuerung. In der Schweiz unterliegen Dividendenausschüttungen einer Verrechnungssteuer in Höhe von 35%. Damit Private-Equity-Strukturen mit einem Offshore-Fund zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt sind, sehen sie in der Regel eine zwischengeschaltete Holdinggesellschaft in einem Staat vor, der mit der Schweiz ein Doppelbesteuerungsabkommen abgeschlossen hat, das das Besteuerungsrecht für Dividenden aus qualifizierten Beteiligungen dem Ansässigkeitsstaat zuweist[392], oder ein Schweizer Akquisitionsvehikel vor, das eine Verrechnungssteuerrückerstattung erhalten kann. Durch die Schaffung

---

1889 (SchKG, SR 281.1) fällt kaum in Betracht, da in der Regel keine der verpönten Rechtshandlungen nach Art. 287 Abs. 1 SchKG erfüllt sein dürfte.

391 Bhardwaj/Gupta/Howell, 2 und 31.

392 Oesterhelt, 323 ff.

von Nennwert, Kapitaleinlagereserven oder die Gewährung von Aktionärsdarlehen können Sponsoren Gewinne verrechnungssteuerfrei zurückführen.[393] Die Schweizer Steuerbehörden verweigern Verrechnungssteuerrückerstattungen bzw. die Anwendung des Meldeverfahrens, wenn die Struktur dazu dient, Verrechnungssteuersubstrat im Hinblick auf den Verkauf an einen nicht zur vollständigen Rückerstattung berechtigten Käufer in den verrechnungssteuerfreien Raum zu «transponieren».[394] Die sog. «erweiterte internationale Transponierung» greift, wenn die Summe des Aktienkapitals, der Kapitaleinlagereserve und der Aktionärsdarlehen des Schweizer Akquisitionsvehikels die Summe von Aktienkapital und Kapitaleinlagereserven der Schweizer Portfoliogesellschaft übersteigt. Diese Differenz wird als Transponierung von Verrechnungssteuersubstrat in den steuerfreien Raum betrachtet, weshalb die Steuerbehörde die Rückerstattung der Verrechnungssteuer auf Dividenden von der Schweizer Portfoliogesellschaft an das Schweizer Akquisitionsvehikel auf den ersten Ausschüttungen bis zum Differenzbetrag verweigert.[395] Eine Ausnahme besteht, wenn die Akquisition der Schweizer Portfoliogesellschaft mehrheitlich durch externe Finanzierung, wie z.B. Bankkredite, erfolgt. Deckt die externe Finanzierung mehr als 50% des Kaufpreises der Portfoliogesellschaft ab, wird die erweiterte internationale Transponierung nicht angewendet und die Dividenden können im Rahmen des Meldeverfahrens steuerfrei an das Schweizer Akquisitionsvehikel ausgeschüttet werden.[396]

Dementsprechend erfordert die Durchführung einer *Dividend Recap* eine sorgfältige Steuerstrukturierung. Dies ist ein nuancierter Bereich, der über den Rahmen dieses Artikels hinausgeht, für das Nettoergebnis jedoch von entscheidender Bedeutung ist.

c) GP-geführte Sekundärtransaktionen: Continuation Funds

aa) Begriff und Zweck

Wenn ein direkter Verkauf oder ein Börsengang nicht möglich oder wünschenswert ist, haben sich GP-geführte Sekundärtransaktionen als wichtige Liquiditätslösung im Bereich Private Equity etabliert. Als *GP-geführte Sekundärtransaktionen* bezeichnet man Transaktionen auf dem Sekundärmarkt, die vom Fondsmanager selbst initiiert und orchestriert werden. Damit stehen sie

393 Oesterhelt, 327 ff.

394 Oesterhelt, 228; grundlegend zur erweiterten internationalen Transponierung Oesterhelt/Oppliger, § 10 *passim*.

395 Oesterhelt, 228; Heuberger, Akquisitionsstrukturierung, 83.

396 Heuberger, Akquisitionsstrukturierung, 83.

im Gegensatz zu klassischen *Secondaries*, bei denen *LPs* ihre Fondsanteile an Dritte veräussern. Im Zentrum der GP-geführten *Secondaries* stehen in den letzten Jahren insbesondere sog. *Continuation Funds* (Fortführungsfonds): Dabei verkauft ein bestehender Private-Equity-Fonds ein oder mehrere Portfolio-Unternehmen an einen neu aufgelegten Fonds desselben Sponsors, der eigens zu diesem Zweck gegründet wird. Der GP schafft also ein neues Vehikel, um ausgewählte Vermögenswerte länger halten zu können, anstatt sie am Markt zu veräussern. Den Investoren des alten Fonds wird typischerweise die Wahl gegeben, ihre Anteile entweder «*auszucashen*» (*Exit* mit sofortiger Liquidität) oder sie auf den neuen *Continuation Funds* zu rollen, um weiter investiert zu bleiben. Empirisch zeigt sich, dass die Mehrheit (häufig 80–90%) der Altinvestoren die *Exit*-Gelegenheit nutzt, während neue Käufer deren Plätze im *Continuation Fund* einnehmen.[397] Durch GP-geführte Sekundärtransaktionen verschwimmt die Grenze zwischen der Private-Equity-Strategie «Halten und Verkaufen» und den Liquiditätsnormen der öffentlichen Märkte, wo Aktien zur Liquiditätsbeschaffung gehandelt werden, ohne dass das Eigentum an dem zugrunde liegenden Unternehmen übertragen wird.

Dieser Mechanismus hat sich zum *Mainstream* entwickelt. Der GP-geführte Sekundärmarkt erreichte im Jahr 2024 ein Rekordvolumen von 75 Mia. USD gegenüber 52 Mia. USD im Jahr 2023.[398] Solche Transaktionen umfassen mittlerweile sowohl Einzelanlagen mit Schwerpunkt auf «*Trophy*»-Unternehmen als auch *Rollovers* von Multi-Asset-Portfolios. Die Popularität ist auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen: GPs, die die Haltedauer für Unternehmen, an die sie glauben, über die typische Fondslaufzeit von fünf bis sieben Jahren hinaus verlängern möchten, LPs, die Liquiditätsoptionen wünschen, wenn traditionelle Exits langsamer werden, sowie ein lebhafter Sekundärmarkt mit speziellem Kapital, das investiert werden soll.

bb) Interessenkonflikte und Treuepflichten

Das wichtigste rechtliche Problem bei GP-geführten Sekundärtransaktionen ist der Interessenkonflikt, der mit der Doppelrolle des GPs einhergeht. Der GP ist bei diesen Transaktionen sowohl Verkäufer als auch Käufer: Er verkauft einen Vermögenswert aus Fonds I (dem ursprünglichen Fonds) und kauft ihn für Fonds II (den Fortführungsfonds), den er ebenfalls verwaltet. Preis und Bedingungen werden nicht in einer Verhandlung zweier unabhängigen Parteien festgelegt, sondern vom Sponsor strukturiert.[399] Der GP ist gegenüber

397 Kastiel/Nili, 27 m.N.
398 Houlihan Lokey, 2024 Market Insights, 2.
399 Kastiel/Nili, 26 f.

den Anlegern des Fonds I verpflichtet, deren Ausstiegswert zu maximieren. Gleichzeitig hat er aber auch ein Interesse daran, einen günstigen Einstiegspreis für den Fonds II festzulegen, da er so neue Verwaltungsgebühren und *Carry*-Gebühren verdienen kann. Der GP könnte versucht sein, einen Vermögenswert zu einem unterbewerteten Preis «weiterzureichen». Dadurch würden neue Investoren (und er selbst) zum Nachteil der verkaufenden LPs profitieren. Umgekehrt könnten die Interessen der neuen Investoren des Fonds II beeinträchtigt werden, wenn diese einen zu hohen Preis für den Vermögenswert bezahlen müssen.[400]

cc) Branchenstandards und rechtlicher Rahmen

Limited Partnership Agreements (LPAs) von Private-Equity-Fonds enthalten in der Regel Bestimmungen zu Interessenkonflikten. Demnach muss der GP für Transaktionen zwischen dem Fonds und dem GP oder seinen verbundenen Unternehmen die Zustimmung eines *Limited Partner Advisory Committee* (LPAC) oder die Zustimmung der Mehrheit der LPs einholen. Da GP-geleitete Sekundärtransaktionen darunter zu subsumieren sind, muss der GP sie in der Regel unter Offenlegung sämtlicher wesentlicher Details und etwaiger ihm entstehender wirtschaftlicher Vorteile dem LPAC des Fonds vorlegen.[401] Branchenverbände wie die *Institutional Limited Partners Association* (ILPA) haben Leitlinien herausgegeben, die definieren, wie der Prozess einer GP-geführte Sekundärtransaktion ablaufen sollte.[402] Zu den wichtigsten Elementen gehören eine umfassende Offenlegung gegenüber den LPs (z.B. Bewertungsberichte, Informationen über potenzielle Renditen etc.)[403], die Gewährung einer Frist von mindestens 20 Werktagen zur Bewertung des Vorschlags des GPs[404] sowie das Zurverfügungstellen von Informationen, sodass die Fairness des Transaktionspreises unabhängig überprüft werden kann (z.B. durch eine *Fairness Opinion* oder ein Wettbewerbsgebot).[405] Die ILPA fordert, dass den LPs des ursprünglichen Fonds die Möglichkeit zukommen muss, auf «*Status-quo*-Basis» zu rollen, d.h. ohne nachteilige Änderung der wirtschaftlichen Bedingungen wie der Gebühren- oder *Carry*-Bedingungen. Darüber hinaus müssen nach der ILPA alle im ursprünglichen Fonds aufgelaufenen *Carried*

---

400 Kastiel/Nili, 28.

401 Kastiel/Nili, 45 ff. auch mit Hinweisen zu Kritik an LPACs.

402 Institutional Limited Partners Association, Continuation Funds, Considerations for Limited and General Partners vom Mai 2023, <https://ilpa.org/wp-content/uploads/2023/05/Continuation-Funds-Considerations-for-Limited-Partners-and-General-Partners.pdf> (zit. ILPA, Continuation Funds Considerations), *passim*.

403 ILPA, Continuation Funds Considerations, 7 f.

404 ILPA, Continuation Funds Considerations, 9.

405 ILPA, Continuation Funds Considerations, 7.

Interests in Bezug auf den Vermögenswert in den neuen Fonds übertragen werden.[406] Dies soll verhindern, dass der GP sich den *Carry* ausbezahlt und effektiv doppelt vom zukünftigen Wertzuwachs desselben Vermögenswerts profitiert. Viele LPAs verlangen nun, dass ein GP für jede von ihm durchgeführte Sekundärtransaktion in einen *Continuation Fund* eine *Fairness Opinion* einholt oder zumindest ein ähnliches Verfahren befolgt. In der Praxis führen GPs häufig eine Auktion des Vermögenswerts durch, bei der Dritte zur Abgabe von Geboten aufgefordert werden, um einen Marktpreis zu ermitteln. Das Ergebnis der Auktion wird den LPs vorgelegt.

Nur wenige Private-Equity-Fonds werden nach schweizerischem Recht gegründet. Die Schweizer Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen existiert zwar, wird aber hauptsächlich von inländischen Risikokapital- oder Immobilienfonds genutzt. GP-geführte Sekundärtransaktionen unterliegen daher selten direkt Schweizer Recht. Sofern die GP-Gesellschaft ihren Sitz in der Schweiz hat und als Vermögensverwalter der Aufsicht der FINMA untersteht, sind die allgemeinen Verhaltenspflichten gemäss FINIG und dem FIDLEG zu beachten. Dazu gehören die Pflicht, Interessenkonflikte zu vermeiden und zu bewältigen[407] sowie sicherzustellen, dass Kunden (Anleger) gleich behandelt werden.[408] Obwohl die erwähnten Gesetze keinen spezifischen Prozess für GP-geführte Sekundärtransaktionen vorgeben, könnte ein in der Schweiz ansässiger GP, der von dem oben beschriebenen fairen Verfahren abweicht, seine Pflichten gegenüber den Anlegern verletzen. Dies könnte möglicherweise zu regulatorischen Massnahmen oder Ansprüchen der Anleger führen. Die Vermarktung eines ausländischen *Continuation Fund* an Anleger in der Schweiz, gilt als Finanzdienstleistung und führt daher ebenfalls zu Anwendbarkeit der Vorschriften des FIDLEG.[409] Wird der ausländische *Continuation Fund* nicht qualifizierten Anlegern und bzw. oder qualifizierten Anlegern i.S.v. Art. 5 Abs. 1 FIDLEG angeboten, ist ein Schweizer Vertreter und eine Zahlstelle erforderlich.[410]

---

406 ILPA, Continuation Funds Considerations, 11.

407 Art. 25 des Bundesgesetzes über die Finanzdiensleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG, SR 950.1).

408 Art. 17 Abs. 1 FIDLEG.

409 Frick/Winkler, 380 f.

410 Art. 120 Abs. 1 und 4 i.V.m. Abs. 2 lit. d und Art. 123 Abs. 1 des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (Kollektivanlagengesetz, KAG, SR 951.31); vgl. Bianchi/Wettstein, Art. 124, Stämpflis Handkommentar zum Kollektivanlagegesetz, Rz. 1.

d) Evergreen-Fonds

aa) Begriff und Zweck

Der dritte Ansatz für Liquiditätslösungen ausserhalb des Börsengangs betrifft die Fondsstrukturen selbst: sogenannte *Evergreen-Fonds* (auch offene [*open-ended*] oder perpetuelle Fonds genannt). Diese Vehikel unterscheiden sich vom traditionellen geschlossenen (*closed-ended*) Private-Equity-Fondsmodell mit fester Laufzeit dadurch, dass sie eine längere oder unbegrenzte Laufzeit und oft regelmässige Liquiditätsfenster für Anleger bieten. Sie entsprechen dem Trend der Branche hin zu «permanentem Kapital» und erfüllen die Bedürfnisse von Anlegern, die sich nicht für ein Jahrzehnt binden und einer erzwungenen Liquidation von Vermögenswerten nach einem festen Zeitplan stellen wollen.

Diese Fonds werden manchmal als «semi-liquide» Fonds bezeichnet, da sie in illiquide Vermögenswerte, wie bspw. private Unternehmen oder Infrastruktur, investieren, den Anlegern durch Rücknahmen aber eine gewisse Liquidität versprechen. Um diesen Spagat zu schaffen, verfügen *Evergreen-Fonds* über folgende Mechanismen: Regelmässige Vermögensbewertungen zur Preisgestaltung von Ein- und Ausstiegen, *Gating*-Bestimmungen, die begrenzen, wie viel Kapital in einem bestimmten Zeitraum zurückgenommen werden kann, um einen Ansturm auf den Fonds zu verhindern und Bargeld- oder Kreditfazilitäten, um Rücknahmen zu ermöglichen oder den *Cashflow* zu glätten. Einige *Evergreen-Fonds* erlauben Sachausschüttungen, wenn die Liquidität nicht ausreicht. Dies kommt jedoch bei auf Privatanleger ausgerichteten Vehikeln selten vor.

Der strategische Vorteil von *Evergreen-Fonds* liegt in ihrer Flexibilität. Für GPs bieten sie einen permanenten Kapitalpool, der ohne den Druck häufiger *Fundraising*-Zyklen oder fester Ernteperioden eingesetzt werden kann. Sie können Erlöse aus Veräusserungen kontinuierlich reinvestieren und so die Renditen steigern. Investoren können sich kontinuierlich in einer bestimmten Strategie oder Anlageklasse engagieren und haben die Möglichkeit, schrittweise umzuschichten oder auszusteigen, anstatt bis zur Auflösung des Fonds gebunden zu sein. Dies kann bspw. für vermögende Privatpersonen und *Family Offices* attraktiv sein, die Renditen aus dem privaten Markt erzielen möchten, aber bei Bedarf auch eine gewisse Liquidität wünschen.

bb) Rechtliche und regulatorische Auswirkungen

Evergreen-Fonds verwischen die Grenzen zwischen traditionellen kollektiven Kapitalanlagen, wie offenen Investmentfonds, die Rücknahmen anbieten, und

geschlossenen privaten (Equity-)Fonds, die keine Rücknahmen zulassen. Dies bringt regulatorische und rechtliche Herausforderungen mit sich, insbesondere in Bezug auf Bewertung und Liquiditätsmanagement.

Da Anleger bei einem *Evergreen-Fonds* auf der Grundlage des periodischen Nettoinventarwerts ein- und aussteigen, ist die Bewertung von grösster Bedeutung. Der Fondsmanager ist verpflichtet, die illiquiden Vermögenswerte fair zu bewerten. Andernfalls können neue Anleger die bestehenden Anleger verwässern oder austretende Anleger könnten auf Kosten der verbleibenden Anleger zu wenig erhalten. Im Gegensatz zu einem geschlossenen Fonds, bei dem die Vermögenswerte bis zum Austritt nur auf dem Papier bewertet werden, haben die Bewertungen hier konkrete finanzielle Konsequenzen. Daher verlangen viele Rechtsordnungen einen unabhängigen Bewertungsbeauftragten oder zumindest solide Bewertungsrichtlinien für solche Fonds. Nach schweizerischem Recht würden die Vorschriften des KAG für als vertraglicher Fonds[411] oder SICAV strukturierte *Evergreen-Fonds* geprüfte periodische Berichte[412] und die Art der Bewertung[413] vorschreiben. Die Fondsverwaltung muss bei der Festlegung des Nettoinventarwerts ihre treuhänderische Sorgfaltspflicht nach Treu und Glauben wahrnehmen. Fehler oder Verzerrungen bei der Bewertung könnten zu einer Haftung des Managers oder Sponsors führen. Anleger, die bei einer Unterbewertung zurückgeben, könnten Schadensersatz wegen Unterbewertung geltend machen. Umgekehrt gilt dasselbe.[414] Dies ist ein Bereich, in dem *Governance* – mit Bewertungsausschüssen, Bewertungen durch Dritte und transparenten Bewertungsmethoden – von entscheidender Bedeutung ist.

In den Angebotsunterlagen eines *Evergreen-Fonds* wird die Rücknahmepolitik festgelegt. Oft sind vierteljährliche oder halbjährliche Rücknahmen mit einer Kündigungsfrist (z.B. 60–90 Tage) und einer Obergrenze (in der Regel 5% des NAV pro Quartal) zulässig. Der Fonds behält sich in der Regel das Recht vor, Rücknahmen unter aussergewöhnlichen Umständen (Marktkrise usw.) auszusetzen oder zu sperren, um Zwangsverkäufe von Vermögenswerten zu vermeiden. Aus regulatorischer Sicht bestehen die Aufsichtsbehörden darauf, dass die Liquiditätsbedingungen mit der Liquidität der zugrunde liegenden Vermögenswerte übereinstimmen, wenn ein Evergreen-Fonds der Öffentlichkeit bzw. dem Privatkundenmarkt angeboten wird. In der Schweiz mussten Fonds,

411 Art. 25 ff. KAG

412 Art. 89 KAG.

413 Art. 88 KAG; s. insbesondere auch die Richtlinie für die Bewertung des Vermögens von kollektiven Kapitalanlagen und die Behandlung von Bewertungsfehlern bei offenen kollektiven Kapitalanlagen der Swiss Funds & Asset Management Association.

414 Art. 145 KAG.

die sich an Privatanleger richten und illiquide Vermögenswerte halten, traditionell geschlossen sein (oder sehr eingeschränkte Rücknahmerechte haben). Mit dem neuen L-QIF (*Limited Qualified Investor Fund*)[415] signalisierte die Schweiz jedoch Offenheit für Innovationen für qualifizierte Anleger. Der am 1. März 2024 eingeführte L-QIF kann in Form eines offenen Fonds (vertraglicher Fonds oder SICAV) oder in Form eines geschlossenen Fonds (Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen, KmGK) strukturiert sein. L-QIFs unterliegen keiner FINMA-Genehmigung, dürfen nur an qualifizierte Anleger verkauft werden und müssen zwingend von einem von der FINMA beaufsichtigten Institut verwaltet werden.[416] Das bedeutet bspw., dass ein Schweizer Vermögensverwalter einen Evergreen-Private-Equity-Fonds als L-QIF-SICAV mit periodischen Rücknahmeoptionen auflegen könnte, der sich an Schweizer Pensionskassen oder vermögende Privatpersonen (die gemäss FIDLEG qualifiziert sind) richtet. Dies war zuvor viel schwieriger. Die L-QIF-Gesetzgebung schreibt keine strengen Liquiditätsanforderungen vor, da nur erfahrene Anleger teilnehmen. Die Beste Practice schreibt jedoch vor, dass jede semi-liquide Struktur *Gating*– und Kündigungsbestimmungen enthält, um die Fairness unter den Anlegern zu gewährleisten.

Evergreen-Fonds, die nicht-institutionellen Anlegern angeboten werden, werfen Fragen hinsichtlich der Eignung und der klaren Offenlegung auf. Das FIDLEG schreibt vor, dass der Anbieter bei der Erbringung von Finanzdienstleistungen (wie dem Vertrieb von Fonds) für nicht-professionelle Kunden eine Angemessenheits- oder Eignungsprüfung durchführen muss.[417] Derzeit sind *Evergreen-Private-Equity-Fonds* in der Schweiz zwar wahrscheinlich auf qualifizierte Anleger beschränkt, doch könnten die Grenzen verschwimmen. International gibt es Bestrebungen, eine «Demokratisierung» von Private Equity durch Vehikel zu ermöglichen, die über institutionelle Anleger hinaus zugänglich sind. Die FINMA und andere Aufsichtsbehörden werden die Entwicklung dieser auf Privatanleger ausgerichteten *Evergreen*-Strukturen daher sorgfältig beobachten. Rechtsberater, die *Evergreen*-Fondsdokumente erstellen, müssen daher sicherstellen, dass Anleger später nicht behaupten können, sie seien hinsichtlich der Leichtigkeit, ihr Geld zurückzubekommen, irregeführt worden zu sein. Explizite Risikowarnungen über Kürzungen oder Aufschübe der Rücknahmeanträge, die Möglichkeit einer Aussetzung der Nettoinventarwert-Berechnungen und sogar Fonds-*Gates* oder Liquidationen in Extremfällen sind mittlerweile Standard in Angebotsunterlagen.

---

415 Art. 118a ff. KAG.

416 Imbach Haumüller, Art. 118a-p, Stämpflis Handkommentar zum Kollektivanlagegesetz, Rz. 3.

417 Art. 10 ff. FIDLEG.

Die unbefristete Führung eines Fonds bedeutet auch, dass die *Governance*-Strukturen möglicherweise an Veränderungen bei den Anlegern angepasst werden müssen. Bei einem geschlossenen Fonds haben LPs oft nur begrenzte Mitspracherechte (abgesehen vom LPAC) und binden ihr Kapital einmalig. Bei einem *Evergreen-Fonds*, bei dem Anleger kommen und gehen, können laufende Verpflichtungen entstehen, z.B. jährliche Generalversammlungen oder regelmässige Abstimmungen über bestimmte Angelegenheiten.[418] Einige *Evergreen-Fonds* erlauben bspw. einer überwiegenden Mehrheit der Anleger, über die Liquidation des Fonds abzustimmen, wenn die Performance nach einer bestimmten Anzahl von Jahren nicht zufriedenstellend ist. Das Schweizer Recht in Bezug auf SICAVs und vertragliche Fonds sieht in einigen Fällen das Recht der Anleger vor, Versammlungen einzuberufen. Angesichts des Kontextes qualifizierter Anleger bleibt jedoch vieles der Vertragsfreiheit überlassen. Es ist wichtig, dass in den Gründungsdokumenten des Fonds festgelegt ist, wie Entscheidungen über eine unbegrenzte Laufzeit getroffen werden. Diese rechtlichen Überlegungen stellen sicher, dass der Anlegerschutz und die Aufsicht nicht verfallen, wenn der Fonds Zyklen durchläuft.

e) Fazit

In der Private-Equity-Branche haben sich Exit-Strategien jenseits des IPO oder M&A etabliert. Sie bieten flexible Lösungen in herausfordernden Marktphasen. *Dividend Recaps* ermöglichen schnelle Rückflüsse an Investoren, belasten Portfoliounternehmen aber mit einer höheren Verschuldung und müssen im Rahmen der gesellschaftsrechtlichen Pflichten sowie unter Berücksichtigung des Kreditrisikos durchgeführt werden. *GP-geführte Sekundärtransaktionen* in *Continuation Fonds* verschaffen GPs und LPs zwar neue Optionen, konfrontieren die Beteiligten jedoch auch mit Interessenkonflikten und erfordern robuste Mechanismen zur Wahrung der Anlegerinteressen. *Evergreen-Fonds* schliesslich versprechen Dauerbeteiligungen ohne Exit-Druck, werfen aber Fragen der Fairness unter Investoren und der Liquiditätssteuerung auf.

Für Juristen und Praktiker im Private Equity bedeutet dies, dass vertragliche Gestaltungen, *Compliance*-Prozesse und *Governance* noch wichtiger werden. Die LPAs sollten klare Regelungen für solche Transaktionen enthalten (etwa Zustimmungsquoten, Bewertungsgutachten, Rolle von LPACs). GPs müssen proaktiv Transparenz schaffen und gegebenenfalls externe Berater einschalten, um ihrer Treuhänderrolle gerecht zu werden. Investoren wiederum sind gut beraten, bei Angeboten zu *Rollovers* oder *Dividend Recaps* genau hinzuse-

418 Vgl. Art. 46 ff. KAG.

hen und sich gegebenenfalls zusammenzuschliessen, um gegenüber dem GP eine starke Verhandlungsposition einzunehmen.

VI. Fazit und Ausblick

Der Import und Export von Transaktionsmechanismen zwischen privaten und öffentlichen Märkten beschleunigt sich. Private-Equity-Sponsoren haben «private Publikumsgesellschaften», d.h. grosse, hochentwickelte Unternehmen mit breiter Streuung, ohne Börsenkotierungsverpflichtungen, geschaffen. Gleichzeitig übernehmen börsenkotierte Unternehmen stillschweigend Kontrollstrukturen nach privatem Vorbild. Aufgrund dieser Entwicklung könnten Aufsichtsbehörden eine Harmonisierung des Anlegerschutzes fordern, insbesondere da Privatanleger über halböffentliche Vehikel Zugang zu privaten Märkten erhalten. Rechtsberater sehen sich mit doppelten Erwartungen konfrontiert: Einerseits die Flexibilität von Verträgen in den privaten Märkten, andererseits die Disziplin des Kapitalmarktrechts in den öffentlichen Märkten. Die rechtliche Konvergenz von privaten und öffentlichen Märkten ist kein abstrakter akademischer Trend, sondern findet in realen Transaktionen statt. Einerseits bringt Private Equity massgeschneiderte *Governance* und Wirtschaftlichkeit in öffentliche M&A-Transaktionen ein. Andererseits schleichen sich durch Investorenforderungen und behördliche Aufsicht Normen oder Praktiken der öffentlichen Märkte in grosse private Transaktionen ein. Für Dealmaker bedeutet dies sowohl eine Chance als auch ein Risiko: Einerseits steht ihnen ein reichhaltigeres Instrumentarium an Strukturen zur Verfügung, andererseits müssen sie sich mit einem komplexeren *Compliance*-Umfeld auseinandersetzen. Rechtsberater müssen ihre «Entweder-oder»-Denkweise aufgeben, da sich Transaktionen nun irgendwo auf dem Spektrum zwischen öffentlich und privat befinden können.

Literaturverzeichnis

Appenzeller Hansjürg, Stimmbindungsabsprachen in Kapitalgesellschaften: Rechtsvergleichung und Internationales Privatrecht, Zürich 1996 (= SSHW 173).

Atkins Paul, Keynote Address by Chair Atkins on Revitalizing Public Company Appeal, Harvard Law School Forum on Corporate Governance vom 11. Oktober 2025, abrufbar unter <https://corpgov.law.harvard.edu/2025/10/11/keynote-address-by-chair-atkins-on-revitalizing-public-company-appeal>.

Bahar Rashid/Peyer Martin, Art. 680, in: Handschin/Jung (Hrsg.), Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Rechte und Pflichten der Aktionäre, Art. 660-697m OR, 2. Aufl., 2021, Rz. 37.

Baur David/Neuhaus David, Art. 963, in: Watter/Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530-964l OR), 6. Aufl., Basel 2023, Rz. 4 ff.

Bebchuk Lucian/Hirst Scott, Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy, Colum. L. Rev. 2019, 2029 ff.

Behnisch Urs R., Überblick über die praktisch wichtigsten Gesellschaftsarten (Kollektivgesellschaft, AG, GmbH) unter Berücksichtigung auch der steuerrechtlichen Aspekte, in: Wolf (Hrsg.), Aktuelle Fragen aus dem Gesellschaftsrecht – insbesondere aus der Sicht des Notariats, Bern 2018, 47 ff.

Berle Adolph A, Jr./ Means Gardiner C., The Modern Corporation and Private Property, New York 1932.

Bhardwaj Abhishek/Gupta Abhinav/Howell Sabrina T., Capital Structure & Firm Outcomes: Evidence from Dividend Recapitalizations in Private Equity, o.O. 2025.

Bianchi Luca/Wettstein Yannick, Art. 124, in: Dedeyan/Eichhorn/Müller (Hrsg.), Stämpflis Handkommentar zum Kollektivanlagengesetz, 2024, Rz. 1.

Bloch Olivier, Les conventions d'actionnaires et le droit de la société anonyme en droit Suisse, 3. Aufl., Zürich 2021.

Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 5. Aufl., Zürich 2022.

Ders., Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009 (zit. Böckli, 4. A.).

Brav Alon/Jiang Wei/Li Rongchen, Governance by Persuasion: Hedge Fund Activism and Market-based Shareholder Influence, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper Nr. 797/2021 vom 10. Dezember 2021.

Bristol Myers beats $6.4 billion lawsuit over delayed cancer drug, Reuters vom 30. September 2024, <https://www.reuters.com/legal/bristol-myers-beats-64-billion-lawsuit-over-delayed-cancer-drug-2024-09-30/>.

Brown Silas/Ruckin Claire, CVC in Talks With Private Credit Funds to Refinance WebPros Debt, Bloomberg vom 7. Oktober 2025.

Bühler Christoph B., Zwingendes Aktienrecht: Rechtfertigungsgründe und Alternativen, GesKR 4/2013, 541 ff.

Ders., Art. 709, in: Handschin (Hrsg.), Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Generalversammlung und Verwaltungsrat, Mängel in der Organisation, Art. 698-726 OR, 3. Aufl., 2018, Rz. 2.

von Büren Roland/Hintz Monika, Die Aktiengesellschaft als Partei eines Aktionärbindungsvertrages? Zu den Beiträgen von Dr. Max Meyer in ZBJV 136, 421 ff. und von Alfred Stirnemann in ZBJV 136, 585 f., ZBJV 136/2000, 802 ff.

Cheffins Brian R., Rumours of the Death of the American Public Company Are Greatly Exaggerated, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper Nr. 444/2019 vom 3. August 2018.

Cheffins Brian/Armour John, The Eclipse of Private Equity, Del. J. Corp. L. 2008, 1 ff.

Cerqueiro Pablo Mayo, Galderma Backers Offer 6.3% Stake in Swiss Skincare Giant, Bloomberg vom 10. März 2025, o.S.

Cornelli Francesca/Karakas Ōguzhan, Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs Have More Effective Boards?, in Gurung Anuradha/Lerner Josh (Hrsg.), Globalization of Alternative Investments, Working Papers Volume 1, The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008, New York 2008, 65 ff.

von der Crone Hans C., Aktienrecht, 2. Aufl., Bern 2020.

Daeniker Daniel/Waller Stefan, Art.26, in: Watter/Bahar (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz und Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 25.

Dubs Dieter/Truffer Roland, Art. 698, in: Watter/Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530-964l OR), 6. Aufl., Basel 2023, Rz. 9.

Durand Audrey, L'assurance W&I en Suisse, GesKR 2024, 74 ff.

Eckbo B. Espen/Lithel Markus, Merger-Driven Listing Dynamics, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2025, 209 ff.

Engels Robert, Transaktionssicherheit trotz fehlender Verkäufer-Garantien, wtw Insights vom 22. April 2024, <https://www.wtwco.com/de-de/insights/2024/04/synthetische-wundi-transaktionssicherheit-trotz-fehlender-verkaeufer-garantien>.

Fisch Jill E., Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering, Wash. U. L. Rev. 2022, 913 ff.

Fisch Jill E./Solomon Steven Davidoff, Contract Rights and Control, U. Pa. J. Bus. L. 2025, 101 ff.

Fleming Charles, Axa Groupe Will Buy UAP in $9 Billion Stock Swap, The Wall Street Journal vom 12. November 1996, o.S.

de Fontenay Elisabeth, Private Equity's Governance Advantage: A Requiem, B.U. L. Rev. 2019, 1095 ff. (zit. Private Equity).

Dies., The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company, Hastings L. J. 2017, 445 ff. (zit. Deregulation).

Forstmoser Peter, Gestaltungsfreiheit im schweizerischen Gesellschaftsrecht, in: Lutter/Wiedemann (Hrsg.), Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, ZGR-Sonderheft 13, Berlin 1998, 254 ff.

Forstmoser Peter/Küchler Marcel, Aktionärbindungsverträge, Rechtliche Grundlagen und Umsetzung in der Praxis, Zürich 2015.

Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.

Frank Robert, AI is creating new billionaires at a record pace, CNBC Inside Wealth vom 10. August 2025, o.S.

Frey Martin/Hanselmann Petra, Warranty & Indemnity Insurance und Private Equity, in: Gericke (Hrsg.), Private Equity VI, PE 6.0: Neue Mitspieler, neue Technologien, neue Themen, neues Recht, Zürich/Basel/Genf 2018, 55 ff.

Frick Joachim/Winkler Markus, Der Anwendungsbereich des FIDLEG und seine Grenzen, Zum Status Quo grenzüberschreitend erbrachter Finanzdienstleistungen, GesKR 2021, 368 ff.

Gaberthüel Tino/Ehrsam Simone, Schweizer Übernahmerecht – ausgewählte aktuelle Entwicklungen, SZW 2024, 562 ff.

Gaberthüel Tino/Haechler Till, Ausgewählte Besonderheiten bei M&A-Transaktionen durch Private Equity Funds, in: Gericke (Hrsg.), Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten, 9. Tagung zu Private Equity, Tagungsband 2024, Zürich 2024, 9 ff.

Gallogly Niko, Can Paul Atkins «Make I.P.O.s Great Again?», The New York Times vom 1. November 2025, o.S.

Georgiev George S., The Breakdown of the Public–Private Divide in Securities Law: Causes, Consequences, and Reforms, NYU JLB 2021, 221 ff.

Gericke Dieter, Das «Fiduciary Out» bei öffentlichen und privaten M&A-Transaktionen, in: Diem (Hrsg.), Mergers & Acquisition XXI, Zürich/Basel/Genf 2019, 43 ff. (zit. Gericke, Fiduciary Out).

Ders., Entsandter Verwaltungsrat – Entsendender Fonds – Portfoliogesellschaft: Eine rechtliche Analyse des «Ménage à Trois», in: Gericke (Hrsg.), Private Equity IV, Zürich 2014, 125 ff. (zit. Gericke, Ménage à Trois).

Gericke Dieter/Kuhn Daniel, Neue Meldepflichten bezüglich Aktionären, Gesellschaftern und wirtschaftlich Berechtigten – die «société anonyme» ist Geschichte, AJP 2015, 849 ff.

Gericke Dieter/Wiedmer Karin, Art. 9, 10, 36, 49 in: Gericke Dieter/Wiedmer Karin (Hrsg.), Kommentar zur Übernahmeverordnung (UEV), 2. A. 2020.

Gerhard Frank, Ein Superstar-CEO, ein Rockstar und eine schreckliche Transaktion, GesKR 2023, 381 ff. (zit. Gerhard, Superstar-CEO).

Ders., Private Investments in Public Equity (PIPEs) in der Schweiz, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich 2010, 195 ff. (zit. Gerhard, PIPEs).

Ders., Contingent Value Rights in Public Takeovers: Analysis under Swiss Law, ECFR 2006, 249 ff. (zit. Gerhard, CVRs).

Gerhard Frank/Fakhoury Romain, Venture Capital im Umfeld sinkender Bewertungen: Investitions- und Verkaufsbedingungen, Interessenkonflikte und besondere Vertragsgestaltungen, in: Diem/Wolf (Hrsg), M&A unter geänderten Vorzeichen, 26. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions, Tagungsband 2023, Zürich 2024, 69 ff.

Gerhard Frank/Humbel Claude, Cornerstone Investors in IPOs, GesKR 3/2018, 257 ff.

Gerhard Frank/Reichlin Jeremy, Schlüsselpersonen in M&A-Transaktionen und Acqui-Hires, GesKR 2/2025, 151 ff.

Gerhard Frank/Schwarz Adrian, Delaware unter Beschuss – Aufstieg der privaten Governance: Wie würde das Schweizer Aktienrecht standhalten?, GesKR 3/2025, 338 ff.

Glanz Stephan/Zihler Florian, Konzernrechnung, in: Pfaff/Glanz/Stenz/Zihler (Hrsg.), Rechnungslegung nach Obligationenrecht, Praxiskommentar mit Berücksichtigung steuerrechtlicher Vorschriften, Zürich 2023, 793 ff.

Glanzmann Lukas, Neue Transparenzvorschriften bei AG und GmbH, in: Kunz/Jörg/Arter (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht XI, Bern 2016, 267 ff.

Gilson Ronald J./Gordon Jeffrey N., The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, Colum. L. Rev. 2013, 863 ff.

Gollmer Philipp, Wework war einst das wertvollste Startup der USA. Jetzt hat es Konkurs angemeldet. Wie konnte es so weit kommen? NZZ vom 7. November 2023, o.S.

Gupta Vartika/Koller Tim/Stumpner Peter, Reports of corporates' demise have been greatly exaggerated, McKinsey on Finance, Perspective on corporate finance and strategy 78/2021, 8 ff.

Habbel Markus *et al.*, Avoiding Wipeout: How to Ride the Wave of Private Markets, Bain & Company Brief vom August 2024, <https://www.bain.com/insights/avoiding-wipeout-how-to-ride-the-wave-of-private-markets/>.

Hammond George, Goldman Sachs chief David Solomon questions start-ups' need to list, Financial Times vom 16. Januar 2025, o.S.

Harish Alon/Cain Karessa/Cohen Steven, Private Equity: 2021 Year in Review and 2022 Outlook, Harvard Law School Forum on Corporate Governance vom 9. Februar 2022, <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/02/09/private-equity-2021-year-in-review-and-2022-outlook/>.

Hartmann Jürg E./Singer Ilona, Gross- und Ankeraktionäre von kotierten und nichtkotierten Publikums-Aktiengesellschaften, GesKR 4/2012, 539 ff.

Häusermann Daniel, Relationship Agreements zwischen Vertragsfreiheit und zwingendem Aktienrecht, SZW 3/2022, 241 ff. (zit. Relationship Agreements).

Hoch Mariel/Hotz Basil, Art. 142, in: Watter/Bahar (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz und Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl. 2019, Rz. 10.

Hofstetter Karl/Schilter-Heuberger Evelyn/Brönnimann Thomas, Art. 135, in: Watter/Bahar (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz und Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 75.

Ders., Gestaltungsfreiheit im Recht der Publikumsgesellschaft, Habil. St. Gallen, Zürich 2015 (zit. Gestaltungsfreiheit).

Hess Markus/Dettwiler Emanuel, Art. 697j, in: Watter/Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530-964l OR), 6. Aufl., Basel 2023, Rz. 28 f., 36.

Heuberger Reto, Akquisitionsstrukturierung aus steuerlicher Sicht, in: Gericke (Hrsg.), Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten, Tagungsband zur 9. Tagung zu Private Equity, Zürich 2024, 65 ff. (zit. Heuberger, Akquisitionsstrukturierung).

Ders., Incentive-Strukturen aus Steuersicht, in: Gericke (Hrsg.), Venture Capital Reinvented: Markt, Recht, Steuern, 7. Tagung Private Equity, Tagungsband 2020, Zürich 2021, 167 ff. (zit. Heuberger, Incentive-Strukturen).

Hintz-Bühler Monika, Aktionärbindungsverträge, Bern 2001 (=ASR 659).

Imbach Haumüller Diana, Art. 118a-p, in: Dedeyan/Eichhorn/Müller (Hrsg.), Stämpflis Handkommentar zum Kollektivanlagengesetz, 2024, Rz. 3.

Isler Martina, Konsultativabstimmung und Genehmigungsvorbehalt zugunsten der Generalversammlung, Zürich 2010.

Jensen Michael C., Eclipse of the Public Corporation, HBR Sept.-Okt. 1989, 61 ff.
Jensen Michael C./ Meckling William H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, JFE 1976, 305 ff.
Jentsch Valentin, Transparenz von Aktionärbindungsverträgen und Gesellschafterbindungsverträgen in Kapitalgesellschaften, SZW 2019, 286 ff. (zit. Jentsch, Transparenz).
Ders., Transaktionsvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen, ZStP 2015, 266 (zit. Jentsch, Transaktionsvereinbarungen).
Kastiel Kobi/Nili Yaron, The Rise of Private Equity Continuation Funds, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper Nr. 733/2023 vom 1. September 2023.
Kahan Marcel/Rock Edward B., Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, U. Pa. L. Rev. 2007, 1021 ff.
Kahle Kathleen M./Stulz René M., Is the US Public Corporation in Trouble?, JEP 2017, 67 ff.
Kaplan Steven, The effects of management buyouts on operations and value, JFE 1989, 217 ff.
Kaplan Steven N./Strömberg Per, Leveraged Buyouts and Private Equity, JEP 2009, 121 ff.
Kirman Igor/Boczko Ian/Walter Nicholas C.E., The Next Frontier for Representations and Warranties Insurance: Public M&A Deals?, Harvard Law School Forum on Corporate Governance vom 24. Oktober 2020, <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/10/24/the-next-frontier-for-representations-and-warranties-insurance-public-ma-deals/>.
Kunz Peter V., Staatsbeteiligungen und ausgewählte Verantwortlichkeiten, GesKR 1/2018, 156 ff.
Lang Theodor, Die Durchsetzung des Aktionärbindungsvertrages, in: SSHW 2003, 221.
Lehmann Peter/Honsell Heinrich, Art. 2, in: Geiser/Fountoulakis (Hrsg.), Basler Kommentar, Zivilgesetzbuch I, 7. Aufl. 2022, Rz. 17.
Leisinger Christian M./Paumgartner Nikolaus Thaddäus, Lost in Liquidation?, GesKR 2017, 59 ff.
Levine Matt, Money Stuff: Elon Wants His Votes, Bloomberg vom 6. November 2025, o.S. (zit. Levine, Elon).
Ders, Money Stuff: Insider Trading in Private Companies, Bloomberg vom 18. Dezember 2024, o.S. (zit. Levine, Insider Trading).
Ders., Money Stuff: Public Markets Don't Matter Like They Used To, Bloomberg vom 5. August 2020, o.S. (zit. Levine, Public Markets).
Liebi Martin, Art. 654-656, in: Watter/Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530-964l OR), 6. Aufl., Basel 2023, Rz. 2 ff.
Linder Tatjana, Die Best Price Rule im schweizerischen Übernahmerecht unter besonderer Berücksichtigung der Cross Conditionality, ZStP 2010, 220.
Lowry Michelle, The Blurring Lines between Private and Public Ownership, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper Nr. 844/2022 vom 29. März 2023.
Maeder Stefan/Niggli Marcel A., Art. 146, in: Niggli/Wiprächtiger (Hrsg.), Basler Kommentar, Strafgesetzbuch und Jugendstrafgesetzbuch, 4. Aufl., 2019, Rz. 55 ff.
Magnuson William, The Public Cost of Private Equity, Minn. L. Rev. 2018, 1847 ff.

Malacrida Ralph, The Continuing Conundrum in Public Tender Offers: Treatment of Participation Plans, CapLaw 5/2023, 21 ff.

Masulis Ronald W./Thomas Randall S., Does Private Equity Create Wealth? The Effects of Private Equity and Derivatives on Corporate Governance, U. Chi. L. Rev. 2009, 219 ff.

McDonald Mark E./Cooper Roger A./Carzis Peter, Delaware's Rocky Year – What Lies Ahead?, Harvard Law School Forum on Corporate Governance 2025, o.S.

Milani Dominik/Penon Ilija/Schürch Philipp, Die Dividende aus paulianischer Perspektive, in Markus/Hrubesch-Millauer/Rodriguez (Hrsg.), Zivilprozess und Vollstreckung national und international – Schnittstellen und Vergleiche, Festschrift für Jolanta Kren Kostkiewicz, Bern 2018, 581 ff.

Moise Imani, Want to Invest in a Private Company? All It Takes Is $5,000, The Wall Street Journal vom 25. März 2025, o.S.

Morley John, The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation, Yale L.J. 2014, 1228 ff.

Neeracher Christoph/Seiler Philippe, W&I Insurance – Allheilmittel oder Placebo?, in: Gaberthüel/Wolf (Hrsg.), Aufbruchstimmung in der M&A-Landschaft, 27. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions, Tagungsband 2024, Zürich 2025.

Niggli Marcel A./Hagenstein Nadine, Art. 164, in: Niggli/Wiprächtiger (Hrsg.), Basler Kommentar, Strafgesetzbuch und Jugendstrafgesetzbuch, 4. Aufl., 2019, Rz. 27.

Nobel Peter/Bärtschi Harald/Kaempf Markus, Internationales und transnationales Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., Bern 2024.

Oesterhelt Stefan, Akquisitionen durch Private Equity Fonds aus steuerlicher Sicht, Rückerstattung der Verrechnungssteuer an in- und ausländische Akquisitionsgesellschaften, GesKR 2022, 322 ff.

Oesterhelt Stefan/Oppliger Oliver, Rückerstattung der Verrechnungssteuer, Bern 2024.

Oesterhelt Stefan/Risi Véronique, Steuerliche Behandlung von Sweet Equity, EF 10/2023, 549 ff.

Olgiati Lorenzo, Aktionärsvertreter im Verwaltungsrat von Publikumsgesellschaften – Möglichkeiten und Schranken der Einflussnahme durch Grossaktionäre, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIII, Zürich/Basel/Genf 2019, 67 ff.

Olgiati Lornezo/Schwibs Nadine, Parteistellung und Urteilswirkung im übernahmerechtlichen Beschwerdeverfahren, GesKR 2011, 252 ff.

Oser David/Mattle Karin, Art. 964d, in: Watter/Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530-964l OR), 6. Aufl., Basel 2023, Rz. 8.

Partnoy Frank, The Death of the IPO, The Atlantic vom November 2018, o.S.

Phalippou Ludovic/Magnusson William J., Private Equity, Public Capital, and Litigation Risk, Working Papter vom 14. November 2025.

Progin Jonathan, Partners Group und KKR nehmen Kantonalbanken ins Visier, Finanz und Wirtschaft vom 14. Oktober 2025, o.S.

Reinert Mani, Art. 4 Abs. 1, in: Amstutz/Reinert (Hrsg.), Basler Kommentar, Kartellgesetz, 2. Aufl., 2021, Rz. 112 ff.

Remund Cédric/Wyss Dominic, Insider Trading im digitalen Zeitalter: Neue Herausforderungen und Risiken, SZW 2023, 24 ff.

Ren Henry, JPMorgan Adds Private Firms to Research Starting With OpenAI, Bloomberg vom 18. Juli 2025, o.S.

Romerio Flavio/Gerhard Frank, Due Diligence und öffentliche Übernahmen, SZW 2007, 1 ff.

Salvisberg Timo/Giessen Philipp, M&A-Versicherungen, in: Jörg/Gnos/Olgiati (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Basel 2022, 569 ff.

Schleiffer Patrick, Der gesetzliche Stimmrechtsausschluss im schweizerischen Aktienrecht: nach bisherigem und revidiertem Recht, Zürich, Bern 1993 (= ASR 545).

Schluep Walter R., Die wohlerworbenen Rechte des Aktionärs und ihr Schutz nach schweizerischem Recht, Zürich 1955.

Schmid Christoph/Walter Marc, Art. 680, in: Roberto/Trüeb (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Personengesellschaften und Aktiengesellschaft (Art. 530-771 OR), 4. Aufl., 2024, Rz. 3.

Schnydrig Andrin/Vischer Markus, Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, AJP 2006, 1192 ff.

Schwenzer Ingeborg/Fountoulakis Christiana, Art. 28, in: Widmer Lüchinger/Oser (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I (Art. 1-529 OR), 7. Aufl., 2020, Rz. 8.

«Secondary startup transaction set to reach new high in 2024», Investing.com vom 18. Dezember 2024, <https://www.investing.com/news/stock-market-news/secondary-startup-transactions-set-to-reach-new-high-in-2024-93CH-3779253>.

Shobe Gladriel/Shobe Jarrod/Clayton William W., Moelis and Private Equity in the Public Market, European Corporate Governance Institute, Law Working Paper Nr. 861/2025 vom 28. Februar 2025.

Sigalos MacKenzie, Robinhood gives out tokens of OpenAI and SpaceC in Europe. Stock hits record, CNBC vom 30. Juni 2025, o.S.

Solomon Steven Davidoff, Facebook and the 500-Person Threshold, The New York Times vom 3. Januar 2011, o.S.

Sorkin Andrew Ross, C.E.O.s Meet in Secret Over the Sorry State of Public Companies, The New York Times vom 21. Juli 2016, o.S.

Spamann Holger, Indirect Investor Protection: The Investment Ecosystem and Its Legal Underpinnings, J. Legal Analysis 2022, 17 ff.

Spoerlé Philip, Art. 697j, in: Handschin/Jung (Hrsg.), Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Rechte und Pflichten der Aktionäre, Art. 660-697m OR, 2. Aufl., 2021, Rz. 3, 48.

Stratenwerth Günter, Art. 47, in: Watter *et al.* (Hrsg.), Basler Kommentar, Bankengesetz, 2. Aufl., 2013, Rz. 11 ff.

«Sunrise begräbt UPC-Deal definitiv», Schweizer Radio und Fernsehen vom 13. November 2019, o.S.

Sustmann Marco, Contingent Value Rights als alternative Gegenleistung im Rahmen von öffentlichen Angeboten nach dem WpÜG, CFL 8/2011, 381 ff.

Suter Daniel/Haag Stefan/Neuhaus Markus R., Art. 958e, in: Watter/Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530-964l OR), 6. Aufl., 2023, Rz. 6 ff.

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2020.

Togni Lorenzo, Standstill Agreements nach U.S.-amerikanischem und schweizerischem Recht, Vertragsrechtliche, aktienrechtliche und börsenrechtliche Aspekte, St. Gallen, Zürich 2010 (= SSHW 293).

Vascellaro Jessica E., Facebook CEO in No Rush To 'Friend' Wall Street, The Wall Street Journal vom 3. März 2010, o.S.

Vogt Hans-Ueli, Art. 675-680, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530-964l OR), 6. Aufl., Basel 2023.

Watter Rolf/Dubs Dieter, Anchor Shareholders und Grossaktionäre: ihr Einstieg, ihre vertragliche Einbindung und ihre Information, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XII, Zürich 2010, 1 ff.

Watter Rolf/Hoch Mariel, Joint Offers und die Abreden zwischen den Anbietern, in: Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich 2015, 7 ff.

Watter Rolf/Roth Pellanda Katja, Art.716-717, in: Watter/Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530-964l OR), 6. Aufl., Basel 2023.

Werder Manuel *et al.*, Earn-out, Milestones und weitere aufgeschobene Kaufpreiszahlungen, in: Diem/Wolf (Hrsg.), M&A unter geänderten Vorzeichen, 26. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions, Tagungsband 2023, Zürich 2024, 181 ff.

Wernli Martin, Art. 709, in: Watter/Vogt (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530-964l OR), 6. Aufl., 2023, Rz. 24.

Westbrook Amy Deen, We('re) Working on Corporate Governance: Stakeholder Vulnerability in Unicorn Companies, U. Pa. J. Bus. L. 2021, 505 ff.

Widmer Markus/Constantini Renato, Vor Art. 151-157, in: Widmer Lüchinger/Oser (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I (Art. 1-529 OR), 7. Aufl., 2020, Rz. 1 ff.

Wohlers Wolfgang/Pflaum Sonja, Art. 154, in: Watter/Bahar (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz und Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., 2019, Rz. 12 ff

Wolf Matthias/Gaberthüel Tino, Käuferaktien als Zahlungsmittel bei M&A-Transaktionen, GesKR 2/2013, 195 ff.

Von unterschiedlichen Preisvorstellungen zum erfolgreichen Deal

Vertragsmechanismen zur Überbrückung von Bewertungsdivergenzen im M&A-Prozess

Simone Ehrsam*

Inhalt

I. Einleitung 210

II. Verhandlung des Kaufpreises 210
1. Kaufpreis als wesentlicher Vertragsbestandteil 210
2. Unterschiedliche Wert- und Preisvorstellungen 211
a) Differenzierung zwischen Wert und Kaufpreis 211
b) Wertermittlung durch die Parteien 211
c) Von der Bewertung zum Kaufpreis 212

III. Instrumente mit Finanzierungs- oder Preisgestaltungsfunktion 213
1. Earn-out 213
a) Begriff und Praxisbedeutung 213
b) Vertragsredaktion 215
c) Earn-out Klauseln aus Sicht der Parteien 217
d) Exkurs: Earn-out Klauseln bei öffentlichen Kaufangeboten 218
2. Vendor Loan 220
a) Begriff und Ausgestaltung 220
b) Verkäuferdarlehen aus Sicht der Parteien 220
3. Aktien als Akquisitionswährung / Roll-Over Strukturen 221
a) Begriff 221
b) Vertragsverhandlungen 221
c) Anrechnungswert und insiderrechtliche Aspekte 223
d) Aktien als Akquisitionswährung aus Sicht der Parteien 224

IV. Instrumente mit Auswirkung auf die Strukturierung und zur Risikoverteilung 224
1. Staggered Sale 225
a) Begriff 225
b) Preisgestaltung 225
c) Staggered Sale aus Sicht der Parteien 226
2. Asset Deal / Carve-Outs 227

* Partnerin bei Lenz & Staehelin, Zürich. Der Beitrag basiert auf dem Vortrag im Rahmen der 28. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions vom 16. September 2025.

a) Begriff und Praxisbedeutung 227
b) Asset Deal aus Sicht der Parteien 227
3. Instrumente zur Risikoverteilung 228
V. Würdigung und Fazit 228
Literaturverzeichnis 229

I. Einleitung

Kaufpreisverhandlungen sind ein zentraler Bestandteil jeder M&A-Transaktion. Zwar herrscht zwischen Verkäufer und Käufer oft rasch Einigkeit darüber, dass ein Verkauf bzw. Kauf grundsätzlich stattfinden soll. Uneinigkeit besteht jedoch regelmässig bei der Frage nach der Höhe des Kaufpreises.[1] Während Verkäufer den Unternehmenswert eher gestützt auf zukünftige Erwartungen ermitteln, orientiert sich die Käuferseite meist an einer konservativen und risikobasierten Bewertung.[2] Diese unterschiedlichen Perspektiven und Gewichtungen können, insbesondere in einem Umfeld von erhöhten makroökonomischen Unsicherheiten, zu erheblichen Diskrepanzen in den Kaufpreisvorstellungen und zum Scheitern einer Transaktion führen.

Divergierende Kaufpreisvorstellungen lassen sich zumindest teilweise durch alternative Kaufpreismodelle oder alternative Strukturierungen auffangen. Insbesondere Instrumente wie Earn-out-Klauseln, Verkäuferdarlehen (*Vendor Loans*), Kaufpreiszahlung in Aktien (*Roll-over*), «Staggered Sales» sowie vertragliche Regelungen zur Risikoallokation können helfen, eine Einigung zwischen den Parteien herbeizuführen.

Dieser Beitrag beleuchtet die genannten Instrumente näher und zeigt auf, inwieweit sie geeignet sind, divergierende Kaufpreisvorstellungen zu überbrücken. Dabei werden sowohl ihre Funktionsweise als auch die jeweiligen Vor- und Nachteile aus Sicht von Käufer und Verkäufer dargestellt.

II. Verhandlung des Kaufpreises

1. Kaufpreis als wesentlicher Vertragsbestandteil

Gemäss Art. 184 Abs. 1 OR verpflichtet sich der Verkäufer zur Übergabe und Übereignung des Kaufgegenstands, der Käufer zur Bezahlung des Kaufpreises.

1 Meyer/Hüppin, 24; Fehr/Benkert/Poggensee, 1.
2 Vgl. Sonderegger, 923.

Der Kaufpreis gehört zu den sogenannten *essentialia negotii* des Kaufvertrags – ohne Einigung über den Preis kommt kein rechtsgültiger Vertrag zustande. Entsprechend muss der Kaufpreis zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses entweder bestimmt oder zumindest bestimmbar sein.[3] Von der Vereinbarung über den Kaufpreis zu unterscheiden sind die Zahlungsmodalitäten. Während der Kaufpreis bestimmt oder bestimmbar sein muss, lassen sich die Modalitäten der Kaufpreiszahlung grundsätzlich flexibel ausgestalten – etwa in Bezug auf Zahlungszeitpunkt oder – form.[4] Allerdings dürfen die Zahlungsmodalitäten nicht so ausgestaltet sein, dass sie faktisch zu einer Unbestimmtheit des Kaufpreises führen.[5]

2. Unterschiedliche Wert- und Preisvorstellungen

a) Differenzierung zwischen Wert und Kaufpreis

In der M&A Praxis ist die Unterscheidung zwischen den Begriffen «Wert» und «Kaufpreis» von zentraler Bedeutung. Der Wert ergibt sich aus einer Bewertung und ist regelmässig das Resultat individueller Einschätzungen, die auf unternehmensspezifischen Annahmen und Erwartungen beruhen. Der Kaufpreis hingegen bildet sich an der Schnittstelle von Angebot und Nachfrage – er ist der konkrete Betrag, der im Rahmen einer Transaktion effektiv bezahlt wird.[6]

Während der Wert somit eine subjektive Grösse darstellt, die je nach Perspektive der beteiligten Parteien variieren kann, ist der Kaufpreis das Ergebnis von Verhandlungen und von zahlreichen weiteren Faktoren abhängig.[7]

b) Wertermittlung durch die Parteien

Vorgelagert zu den Kaufpreisverhandlungen ermitteln gut beratene Käufer und Verkäufer den Unternehmenswert jeweils unabhängig voneinander anhand verschiedener Bewertungsmethoden. Auch wenn diese Bewertungen auf mathematischen Modellen basieren, darf nicht übersehen werden, dass es sich letztlich um Schätzungen handelt – und nicht um eine exakte Wissenschaft.[8] Ein Grossteil der gängigen Verfahren – insbesondere die in der Praxis etablierte Discounted-Cashflow-Methode (DCF) – stützt sich zumindest teilweise

---

3 Zum Ganzen statt vieler Koller, Art. 184, BSK OR I, Rz. 42 ff.
4 BGE 71 II 270 E. 3c; Koller, Art. 184, BSK OR I, Rz. 42.
5 Statt vieler Koller, Art. 184, BSK OR I, Rz. 43.
6 Zum Ganzen Helbling, 736; Sonderegger, 923 f.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 19.
7 Siehe dazu unten unter II.2.c).
8 Boemle/Stolz, 361; Käch, 189; m.w.Hinw. Sonderegger, 919.

auf zukunftsgerichtete Zahlen oder ist von ihnen abhängig. Die historische Unternehmensentwicklung dient dabei lediglich als Orientierung und Erfahrungswert. Entscheidend ist die subjektive Einschätzung des zukünftigen Geschäftsverlaufs: Bleiben die Kennzahlen stabil, entwickeln sie sich positiv oder ist ein Rückgang zu erwarten?[9] Allfällige unternehmensspezifische Besonderheiten – wie etwa die Abhängigkeit von Schlüsselpersonen oder wesentlichen Kundenbeziehungen – bleiben in den Bewertungsmodellen unberücksichtigt und werden – falls überhaupt – von den Parteien erst im Rahmen der Plausibilitätsprüfung berücksichtigt.[10]

Die starke Abhängigkeit von subjektiven zukunftsbezogenen Annahmen sowie die Notwendigkeit, individuelle Sondereffekte zu berücksichtigen, erklären, weshalb die von der Käufer- und Verkäuferseite ermittelten Werte oft deutlich divergieren. Verkäufer neigen dazu, die positiven Entwicklungspotenziale des Zielunternehmens in den Vordergrund zu stellen, und haben typischerweise eine optimistisch geprägte Sicht der Geschäftsentwicklung, Kundenbeziehungen und Zahlen. Käufer hingegen berücksichtigen in der Bewertung eher mögliche Risiken und Unsicherheiten, die sich auf die zukünftige Ertragskraft auswirken könnten.[11]

Zusammenfassend lässt sich somit sagen, dass die unterschiedlichen Wertvorstellungen regelmässig das Ergebnis abweichender Einschätzungen zur künftigen Unternehmensentwicklung und einer unterschiedlich starken Gewichtung von Chancen und Risiken sind.

c) Von der Bewertung zum Kaufpreis

«Bewaffnet» mit dem ermittelten Unternehmenswert treten Käufer und Verkäufer in die Kaufpreisverhandlungen ein. Der tatsächlich vereinbarte Kaufpreis liegt dabei typischerweise – aber nicht zwingend – zwischen den von beiden Seiten ermittelten Werten.[12] Die effektive Höhe des Kaufpreises wird dabei von einer Vielzahl von Faktoren beeinflusst: Neben Angebot und Nachfrage spielen insbesondere die Verhandlungstaktik, die Eigenschaft des potentiellen Käufers (PE vs. strategischer Käufer), die Situation des Unternehmens und des Verkäufers und das makroökonomische Umfeld eine Rolle.[13] Während sich einige dieser Parameter nur begrenzt oder gar nicht beeinflussen lassen, kann aus Sicht des Verkäufers zumindest versucht werden, durch eine kompe-

9 Zum Ganzen Helbling, 736; Sonderegger, 927 f.
10 Käch, 197 f.; Bucher/Schwendener, 346; Langenegger, 150 ff.
11 Zum Ganzen Sonderegger, 923 f.; Helbling, 737.
12 Vgl. Schenker, Unternehmenskauf, 2 f.
13 Vgl. Sonderegger, 923 f.; Käch, 196 ff.; Langenegger, 150 ff.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 349.

titive Auktion die Nachfrage zu erhöhen und dadurch einen höheren Kaufpreis zu erzielen.[14]

Im Rahmen der Verhandlungen geht es für die Parteien darum, die unterschiedlichen Wertvorstellungen aneinander anzugleichen und zu überbrücken. Zur Schliessung von Divergenzen haben sich verschiedene Instrumente etabliert, die in M&A Transaktionen regelmässig zum Einsatz kommen. Diese lassen sich grob in drei Kategorien einteilen:

- *Instrumente mit Finanzierungs- oder Preisgestaltungsfunktion*: Earn-Out, Vendor Loan, Roll-Over Struktur
- *Instrumente mit Auswirkung auf die Transaktionsstruktur*: Staggered Sale mit Call- und Put Option, Asset Deal und Carve-Out
- *Instrumente zur Risikoallokation*: R&W und Indemnities

Allen genannten Instrumenten ist gemeinsam, dass sie letztlich lediglich dazu dienen, die Wertdifferenz für beide Parteien wirtschaftlich erträglicher zu machen. Sie können keine einheitliche Bewertung von Käufer- und Verkäuferseite «herbeizaubern» – die unterschiedlichen Wertvorstellungen bleiben bestehen, werden durch diese Instrumente jedoch verhandlungsfähig gemacht.

III. Instrumente mit Finanzierungs- oder Preisgestaltungsfunktion

1. Earn-out

a) Begriff und Praxisbedeutung

Ein Earn-out ist das vertragliche Versprechen des Käufers, bei Erreichen bestimmter Zielwerte oder beim Eintritt definierter Ereignisse einen zusätzlichen Kaufpreisanteil zu leisten. Earn-out-Regelungen sind rechtlich als aufschiebend bedingte Kaufpreisbestandteile zu qualifizieren (Art. 151 ff. OR). Der Verkäufer erhält die zusätzliche Zahlung nur, wenn die Bedingung – also die Zielerreichung – eintritt und am Closing steht der endgültige Gesamtkaufpreis noch nicht fest. Die Earn-out Komponente fällt in der Regel deutlich geringer aus als der fixe Kaufpreisanteil, der am Closing zahlbar wird.[15]

Typische Zielgrössen für die Bemessung eines Earn-outs sind finanzielle Kennzahlen wie Umsatz, EBITDA oder Nettoergebnis, aber auch operative

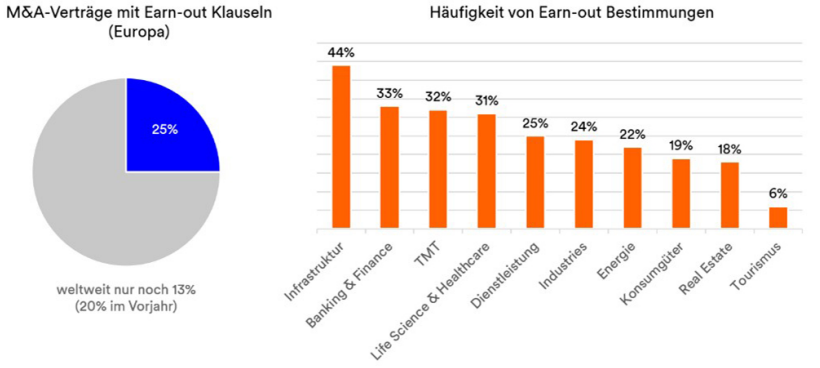
14 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 96; Schenker, Unternehmenskauf, 27 f.
15 Zum Ganzen Vischer, 509 f.; Werder et al., 183.

oder regulatorische Milestones – etwa die Zulassung eines Produkts oder das Eintreten vertraglich definierter Ereignisse.[16]

Earn-outs gelten als besonders streitanfällig.[17] Das liegt hauptsächlich daran, dass zukünftige Entwicklungen zur Grundlage von Zahlungsverpflichtungen gemacht werden.[18] Vice Chancellor Laster hat dies in der Entscheidung *Airbone Health, Inc. vs. Squid Soap LP* treffend zusammengefasst:

> «*An earn-out typically reflects a disagreement over the value of the business that is bridged when the seller trades the certainty of less cash at closing for the prospect of more cash over time… But since value is frequently debatable and the causes of underperformance equally so, an Earn-out often converts today's disagreement over price into tomorrow's litigation over the outcome*».[19]

Ungeachtet ihrer Streitanfälligkeit sind Earn-outs in der Praxis beliebt. Laut der CMS European M&A Study 2025 enthielten 25 % aller Transaktionen in Europa Earn-out-Komponenten – mit deutlichen sektoralen Unterschieden.[20] Besonders häufig werden Earn-outs in den Branchen Infrastruktur sowie Banking & Finance eingesetzt.[21]



Quelle: A&O Shearman Global Trends in M&A 2025 / CMS European M&A Study 2025

16 Vgl. Arpagaus, Rz. 8.90 ff.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 357; Werder et al., 184 f.; Vischer, 509 f.
17 Fischer/Kälin, Rz 4; Werder et al., 186 f.; m.w.Verw. Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 357; Arpagaus, Rz. 8.101.
18 Werder et al., 187; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 357.
19 Delaware Chancery Courts, *Airborne v. Squid Soap LP*, C.A. No. 4410-VCL, S. 5.
20 Wallace/Bruhns, 28.
21 Wallace/Bruhns, 29.

b) Vertragsredaktion

Einigen sich die Parteien auf einen Earn-out, empfiehlt sich, die nachfolgenden Punkte im Kaufvertrag möglichst umfassend zu regeln:[22]

Bemessungsgrösse und Berechnung des Earn-outs

Im Kaufvertrag sollte klar und eindeutig definiert werden, welche Kennzahl (z.B. EBITDA, Umsatz etc.) in welchem Zeitraum (Earn-out Periode) für die Berechnung des Earn-outs relevant ist.[23] Die Verwendung von allgemeinen Begriffen wie «EBITDA» oder «Umsatz» ist insbesondere aus Verkäufersicht nicht zu empfehlen. Vielmehr empfiehlt es sich, beispielsweise in einem separaten Anhang zum Kaufvertrag detailliert festzulegen, wie die Bemessungsgrösse zu ermitteln ist, d.h. welche Abschlüsse relevant sind, nach welchen Rechnungslegungsvorschriften die Abschlüsse zu erstellen und Sondereffekte zu berücksichtigen sind usw.[24] Besonderes Augenmerk sollte dabei auf Positionen gelegt werden, die Ermessensspielräume zulassen, da hier potenziell unterschiedliche Auslegungen zu Konflikten führen können.[25]

Darüber hinaus sollte im Kaufvertrag insbesondere festgelegt werden, ob und in welchem Umfang eine Zahlung geschuldet ist, wenn die vereinbarte Zielgrösse nur teilweise erreicht oder sogar übertroffen wird und – bei mehrjährigen Earn-out-Perioden – ob die Auszahlung in mehreren Teilbeträgen oder als Einmalzahlung erfolgt.[26]

Widerspruchsrechte

Häufig obliegt dem Käufer die Erstellung der Earn-out Berechnung.[27] Damit der Verkäufer ein Mindestmass an Sicherheit erhält, dass diese Berechnung korrekt erfolgt und das Ermessen nicht zu Ungunsten des Verkäufers ausgeübt wird, sollte er sich vertraglich umfassende Einsichts- und Widerspruchsrechte zusichern lassen.[28] Sollte der Verkäufer mit der vom Käufer vorgelegten Berechnung nicht einverstanden sein und Widerspruch erheben, empfiehlt es sich, ein Verfahren ähnlich dem bei Closing Accounts vorzusehen: Kommt in-

---

22 Vgl. Werder et al., 196 f. und 199 f.; Vischer 511 ff.; Fischer/Kälin, Rz. 13 ff.

23 Vischer, 511 f.; Werder et al., 196; Schenker, Unternehmenskauf, 251 f.

24 Vgl. Schenker, Unternehmenskauf, 251 f.; Werder et al., 196; Watter/Gstoehl, 49 f.

25 So auch Watter/Gstoehl, 50.

26 Arpagaus, Rz. 8.94; Meier-Mazzucato/Ricklin, 287 ff.; Fischer/Kälin, Rz. 6.

27 Fehr/Benkert/Poggensee, 801; von Werra, 569 ff.; Schenker, Unternehmenskauf, 254.

28 Vischer, 514 f.; Werder et al., 200; Meier-Mazzucato/Ricklin, 289; Watter/Gstoehl, 49 ff.; Schenker, Unternehmenskauf, 254.

nerhalb einer vertraglich festgelegten Frist keine Einigung zustande, wird der Earn-out durch einen unabhängigen Experten für die Parteien verbindlich ermittelt.[29]

«Conduct of Business»

Um zu verhindern, dass der Käufer während der Earn-out Periode Handlungen vornimmt, welche die Earn-out Bemessungsgrundlage negativ beeinflussen, wird in der Praxis im Kaufvertrag regelmässig festgelegt, welche Handlungen dem Käufer während der Earn-out Periode untersagt sind.[30] Der Katalog von unzulässigen Handlungen ähnelt dabei dem «Conduct of Business» Katalog, welcher üblicherweise für die Zeit zwischen Signing und Closing vereinbart wird.[31]

Bei der Ausgestaltung des Katalogs ist eine sorgfältige Abwägung erforderlich zwischen dem berechtigten Interesse des Verkäufers an einem umfassenden Schutz vor Beeinflussung der Earn-out-Bemessungsgrundlage einerseits und dem legitimen Interesse des Käufers, das Zielunternehmen möglichst frei zu führen und weiterzuentwickeln, andererseits.[32] Zum Schutz des Verkäufers sollte vertraglich festgelegt werden, welche Konsequenzen eine Verletzung des Katalogs nach sich zieht. Häufig verlangen Verkäufer in diesem Zusammenhang, dass eine Verletzung automatisch zur Auszahlung des vollen Earn-out-Betrags führt – eine Forderung, die Käufer, insbesondere bei einmaligen Verstössen, in der Praxis jedoch nur selten akzeptieren.[33]

Vor dem Hintergrund, dass nicht alle zukünftigen Entwicklungen im Vorfeld absehbar sind, bevorzugen Käufer anstelle eines Katalogs von pauschal verbotenen Handlungen eher die Vereinbarung eines «Neutralisierungsmechanismus». Das bedeutet, dass im Kaufvertrag festgelegt wird, welche vom Käufer vorgenommenen Handlungen für Zwecke der Earn-out-Berechnung zu neutralisieren sind. Nimmt der Käufer eine entsprechende Handlung vor, erfolgt die Berechnung des Earn-out so, als hätte der Käufer die Handlung nicht vorgenommen. Ein anschauliches Beispiel ist eine Add-on-Akquisition: Aus Sicht des Zielunternehmens kann sie sinnvoll oder sogar notwendig sein. Ist der Earn-out jedoch an eine Bilanzgrösse gekoppelt, kann die Add-on-Akquisition die Berechnungsgrundlage verzerren – sowohl zugunsten als auch zulasten beider Parteien. Einigen sich die Parteien auf einen Neutralisierungsme-

---

29 Schenker, Unternehmenskauf, 254; Fischer/Kälin, Rz 13, Meier-Mazzucato/Ricklin, 289.
30 Vischer, 512 ff.; Werder et al., 196; Fischer/Kälin, Rz 15; Schenker, Unternehmenskauf, 252 f.
31 Werder et al., 196; Fischer/Kälin, Rz 15.
32 So auch Werder et al., 196.
33 Vgl. Fischer/Kälin, Rz 16; Zürcher, 151; Schenker, Unternehmenskauf, 253.

chanismus, wird der Earn-out so berechnet, als hätte die Add-on-Akquisition nicht stattgefunden. Was in der Theorie einfach klingt, birgt in der Praxis – je nach Art und Umfang der zu neutralisierenden Veränderung – jedoch erhebliches Konfliktpotenzial.[34]

c) Earn-out Klauseln aus Sicht der Parteien

Earn-outs bieten sowohl Käufern als auch Verkäufern Vorteile. Insbesondere in Situationen mit hoher Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung des Zielunternehmens sind Earn-out Klauseln ein geeignetes Mittel, Bewertungsdivergenzen zu überbrücken.[35]

Aus Sicht des Käufers reduziert ein Earn-out das Risiko, einen überhöhten Kaufpreis zu zahlen. Ein Teil des Kaufpreises basiert nicht nur auf historischen Resultaten und Prognosen, sondern auf den tatsächlichen zukünftigen Resultaten.[36] Darüber hinaus mindert eine Earn-out-Regelung die Finanzierungslast zum Zeitpunkt des Closings, da ein Teil des Kaufpreises erst zu einem späteren Zeitpunkt fällig wird. Der Käufer kann diesen variablen Kaufpreisanteil unter Umständen aus zukünftigen Gewinnen des Unternehmens finanzieren.[37] Schliesslich kann der Earn-out auch eine Sicherungsfunktion übernehmen: Sollte der Käufer gegen den Verkäufer Ansprüche geltend machen (z.B. aus Gewährleistungsverletzungen), kann der noch nicht ausbezahlte Earn-Out zurückbehalten und verrechnet werden.[38]

Für den Verkäufer bietet der Earn-out den Vorteil, dass der Gesamtkaufpreis in der Regel höher ausfällt als ohne Earn-out Komponente.[39] Im Gegenzug verzichtet er jedoch auf einen «Clean Exit», da er weiterhin (zumindest teilweise) das unternehmerische Risiko trägt.[40] Ist der Verkäufer nicht mehr in einer relevanten Funktion im Zielunternehmen tätig, kommt das Risiko hinzu, dass der Käufer die für die Earn-out Berechnung relevanten Grössen zuungunsten des Verkäufers manipuliert oder beeinflusst, was die Auszahlung des Earn-outs verhindern oder schmälern kann.[41]

---

34 Vgl. zum Gesagten Vischer, 511 f.; Schenker, 252 f.; Fischer/Kälin, Rz 15.

35 Werder et al., 185; Schenker, Unternehmenskauf, 249; Arpagaus, Rz. 8.87.

36 Werder et al., 194; Meier-Mazzucato, 288; Schenker, Unternehmenskauf, 250.

37 Zum Gesagten Meier-Mazzucato, 288; Werder et al., 194; Fischer/Kälin, Rz 3; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 357; Hünerwadel/Tranchet, 367 f.

38 Benkert/Fehr/Poggensee, 799; Fischer/Kälin, Rz 3.

39 Werder et al., 194.

40 Fischer/Kälin, Rz 4; Schenker, Unternehmenskauf, 250 f.; Werder et al., 194.

41 Werder et al., 186 und 194 f.; Meier-Mazzucato/Ricklin, 288; Schenker, Unternehmenskauf, 250; Fischer/Kälin, 288.

Ein weiterer wichtiger Aspekt betrifft Verkäufer, die ihre Beteiligung im Privatvermögen halten: in solchen Fällen kann die Vereinbarung eines Earn-outs steuerliche Konsequenzen haben. So besteht die Gefahr einer Umqualifikation eines Teils des Kaufpreises in Erwerbseinkommen, insbesondere dann, wenn der Verkäufer weiterhin im Zielunternehmen tätig ist und dabei ein ungewöhnlich niedriges Gehalt bezieht, die Earn-out Zahlung nicht ausschliesslich von Erfolgsgrössen, sondern auch von der Weiterarbeit des Verkäufers im Zielunternehmen abhängt oder der weiterarbeitende Verkäufer einen höheren Kaufpreis erhält als Verkäufer, welche nicht mehr im Zielunternehmen tätig sind.[42]

d) Exkurs: Earn-out Klauseln bei öffentlichen Kaufangeboten

Ein Interesse an Earn-out Klauseln besteht nicht nur bei privaten M&A Transaktionen, sondern zunehmend auch im Kontext öffentlicher Kaufangebote. Anders als im Ausland wurde eine Earn-out Komponente im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots in der Schweiz bislang allerdings noch nie umgesetzt. Dies liegt nicht an den rechtlichen Rahmenbedingungen, sondern vielmehr an der Komplexität, die eine Earn-out Struktur in diesem Kontext mit sich bringt.[43]

Ähnlich wie im Ausland könnte eine Earn-out Komponente im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebotes als sogenannter Contingent Value Right (CVR) strukturiert werden.[44] CVRs sind Derivate, die dem Inhaber bei Eintritt bestimmter Bedingungen bestimmte Rechte einräumen – im Falle eines Earn-outs das Recht auf eine zusätzliche Zahlung.[45]

Aus übernahmerechtlicher Sicht ist eine Earn-out Komponente meines Erachtens zulässig, sofern die folgenden Anforderungen erfüllt sind:

- *Mindestpreisregeln:* Der fix angebotene Preis muss die Mindestpreisregeln einhalten. Die Earn-out Komponente kann dabei für die Frage, ob die Mindestpreisregeln eingehalten sind, nicht hinzugerechnet werden, da deren Auszahlung nicht gesichert ist.[46]

---

42 Zum Ganzen Cagienard/Jenny, 448 f.; Urteil des Bundesgerichtes 2C_618/2014 vom 3. April 2015 E. 5; Fischer/Kälin, Rz 34.

43 Ähnlich Meier-Mazzucato/Ricklin, 288.

44 Vgl. Tschäni/Iffland, 140 ff.; Werder et al., 210 f.; ferner Änderung vom 9. April 2001 des Angebots vom 30. März 2001 der InCentive Capital AG an die Aktionäre der Sulzer AG; Empfehlung 0088/05 *Sulzer* AG vom 18. April 2001 E.2.

45 Tschäni/Iffland, 142; Kirman/Goldfeld, 1; Wagner/Partin/Brown, 2.

46 Vgl. Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 414 ff.; Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 75 ff.; Barthold/Schilter, Art. 135, SK FinfraG, Rz. 99 ff.

- *Gleichbehandlungspflicht / Best Price Rule*: Die Earn-out Komponente muss allen Angebotsempfängern gleichermassen gewährt werden.[47]
- *Transparenz*: Die Angebotsempfänger müssen transparent über die Earn-out Komponente und insbesondere die Bedingungen für die Auszahlung informiert werden.[48]
- *Bestimmbarkeit des Angebotspreises*: Die Höhe des Angebotspreises und insbesondere der Earn-out Zahlung muss für die Angebotsempfänger bestimmbar sein;[49] und
- *Certain Funds*: Es muss nicht nur sichergestellt sein, dass der Anbieter über die Mittel zur Bezahlung des fixen Angebotspreises verfügt. Vielmehr sollte nach meiner Ansicht auch durch die Prüfstelle bestätigt werden, dass der Anbieter in der Lage ist, eine allfällige Earn-out Zahlung zu leisten. Dies ist deshalb wichtig, weil die Höhe und Auszahlung dieser Komponente unter Umständen entscheidungsrelevant für die Angebotsempfänger ist.[50]

Ungeachtet der rechtlichen Zulässigkeit stellen sich eine Reihe praktischer Fragen:

- *Einsichts- und Kontrollrechte*: Wie kann aus Sicht der Angebotsempfänger sichergestellt werden, dass korrekt festgestellt wird, ob eine weitere Zahlung geschuldet ist oder nicht und wer nimmt entsprechend Einsichts- und Kontrollrechte wahr?
- *Handelbarkeit des CVR und Settlement*: Soll der CVR handelbar sein und wie können CVRs gesettled werden?
- *Prospektpflicht/Sales Restrictions*: Löst die Ausgabe eines CVR eine Prospektpflicht aus und dürfen überhaupt an alle Angebotsempfänger CVRs ausgegeben werden?

All diese Fragen sind meines Erachtens lösbar, insbesondere auch, weil sich das Instrument im Ausland bereits etabliert hat und somit praxiserprobt ist.

---

47 Vgl. Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 715 ff.; Tschäni/Iffland/Diem, Art. 127, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 15 ff.; Barthold/Schilter, Art. 135, SK FinfraG, Rz. 125 ff. FinfraG.

48 Vgl. Art. 1 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1); Gericke/Wiedmer, Art. 1, Kommentar UEV, Rz. 12.

49 Vgl. Art. 17 UEV; Gericke/Wiedmer, Art. 17, Kommentar UEV, Rz. 1 ff.

50 Vgl. Gericke/Wiedmer, Art. 20, Kommentar UEV, Rz. 1 ff., für eine allgemeine Auseinandersetzung mit der *Certain Funds*-Voraussetzung.

2. Vendor Loan

a) Begriff und Ausgestaltung

Geht es um die Überbrückung von Bewertungsdifferenzen, werden häufig Verkäuferdarlehen diskutiert. Beim Verkäuferdarlehen (*Vendor Loans*) handelt es sich um ein vom Verkäufer eines Zielunternehmens gewährtes Darlehen an den Käufer zur (teilweisen) Finanzierung des Kaufpreises.[51] Ein solches Darlehen kann dazu dienen, divergierende Preisvorstellungen zu überbrücken, indem es die Fälligkeit eines Teils des Kaufpreises in die Zukunft verlagert.[52] Rechtlich stellt das Verkäuferdarlehen entweder eine (Teil-)Stundung des Kaufpreises oder ein Darlehen im Sinne von Art. 312 ff. OR, das der Käuferin oder einer Akquisitionsgesellschaft zur Verfügung gestellt wird, dar.[53]

Aus steuerlicher Sicht ist insbesondere sicherzustellen, dass der vereinbarte Zinssatz als marktüblich anerkannt wird.[54] Hinsichtlich der übrigen Konditionen – wie Laufzeit und Modalitäten der Zinszahlung – geniessen die Parteien weitgehende Gestaltungsfreiheit. Allerdings bedarf der Abschluss eines Verkäuferdarlehens einer engen Abstimmung mit weiteren Fremdkapitalgebern. Insbesondere bei Unternehmenskäufen durch Finanzinvestoren ist es üblich, dass das Verkäuferdarlehen die nachrangigste und in der Regel unbesicherte Finanzierungsform darstellt.[55]

b) Verkäuferdarlehen aus Sicht der Parteien

Aus Käufersicht bietet der Abschluss eines Verkäuferdarlehens primär einen Finanzierungsvorteil: Es ermöglicht, dass beim Closing weniger Eigenmittel eingesetzt werden müssen, da ein Teil des Kaufpreises vom Verkäufer finanziert wird.[56] Darüber hinaus kann ein Verkäuferdarlehen als Sicherungsinstrument für etwaige Gewährleistungsverletzungen dienen – ein gegebenenfalls bestehender Schadenersatzanspruch kann mit dem ausstehenden Darlehensbetrag verrechnet werden.[57]

---

51 Kustner/Kalis, 989; Hünerwadel/Tranchet, 367; m.w.Verw. Weibel 33 f.

52 Vgl. Kustner/Kalis, 991 ff.

53 Vgl. Maurenbrecher/Schärer, Art. 312, BSK OR I, Rz. 1 ff. und Rz. 24; Schroeter, Art. 75, BSK OR I, Rz. 16; Hösly/Zellweger-Ferhat, Rz. 50 ff, PraxKomm Erbrecht zum Anhang Unternehmensnachfolge.

54 Ausführlich dazu Reich/Helbing/Duss, Art. 20a, DBG Kommentar, Rz. 42a.

55 Kustner/Kalis, 990; Zürcher/Speck, Rz. 3.213; Weibel, 33 f.

56 Kustner/Kalis, 992; Superina/Bolinger/Karg, 204.

57 Vgl. Zürcher/Speck, Rz. 3.213.

Aus Sicht des Verkäufers bedeutet ein Verkäuferdarlehen hingegen, dass kein «Clean Exit» erreicht wird. Der Verkäufer bleibt in gewissem Masse weiterhin wirtschaftlich mit dem Zielunternehmen verbunden und setzt sich dem Insolvenzrisiko der Darlehensnehmerin aus.[58]

Trotz der genannten Nachteile sind Verkäuferdarlehen in der Praxis beliebt. Nicht zuletzt, weil sie in der Regel schnell, flexibel und ohne grösseren formellen Aufwand vereinbart werden können.

3. Aktien als Akquisitionswährung / Roll-Over Strukturen

a) Begriff

Eine weitere Möglichkeit zur Überbrückung unterschiedlicher Kaufpreisvorstellungen besteht in der Kaufpreiszahlung durch Aktien der Käuferin oder deren Muttergesellschaft. Anstelle (oder zusätzlich zu) einer Barzahlung erhält der Verkäufer neu ausgegebene oder bestehende Aktien.[59] In Frage kommen Aktien als Akquisitionswährung typischerweise beim Erwerb eines Zielunternehmens durch eine kotierte Gruppe sowie in PE-Strukturen.[60]

b) Vertragsverhandlungen

Die Verwendung von Aktien als Akquisitionswährung kann Auswirkungen auf das Timing der Transaktion, die Transaktionsdokumentation sowie die Offenlegungspflichten haben.

- *Timing*: Die Ausgabe von Aktien im Rahmen einer Akquisition stellt in gewissem Sinne selbst eine M&A-Transaktion dar. Der Verkäufer wird in diesem Zusammenhang häufig Zugang zu einer Due Diligence verlangen und auf Gewährleistungsschutz bestehen. Das Bedürfnis nach Due Diligence und vertraglichem Schutz steigt typischerweise mit dem Umfang der Beteiligung des Verkäufers. Der Umfang der Due Diligence hängt jedoch auch von weiteren Faktoren ab, etwa von der Marktkapitalisierung des Käufers, der Aktionärsstruktur, der Liquidität des Titels sowie der Dauer eines allfälligen Lock-up.[61] In zeitlicher Hinsicht ebenfalls in Betracht zu ziehen ist, dass der Käufer einen Prospekt publizieren muss, sofern er die zur Abwicklung der Transaktion notwendigen Aktien zuerst schaffen und kotie-

58 Vgl. Kustner/Kalis, 992; Weibel, 34.
59 Wolf/Gaberthüel, 195 f.
60 Vgl. Wolf/Gaberthüel, 196; Gaberthüel/Hächler, 19.
61 Zum Ganzen Wolf/Gaberthüel, 207.

ren muss und sich auf keine Ausnahme von der Prospektpflicht berufen kann.[62]

- *Transaktionsdokumentation*: Insbesondere in Fällen, in denen der Verkäufer durch die Transaktion zu einem bedeutenden Aktionär wird und die Gesellschaft trotz bedeutender Beteiligung nicht kontrolliert, kann es angezeigt sein, ein sogenanntes Relationship Agreement abzuschliessen.[63] Ein Relationship Agreement ist ein Vertrag zwischen dem Zielunternehmen (Käufer) und einem Aktionär (Verkäufer).[64] Die Kompetenz zum Abschluss liegt beim Verwaltungsrat des Zielunternehmens.[65] Vom Regelungsgegenstand ähneln Relationship Agreements den typischen Aktionärsbindungsverträgen.[66] Abreden, die in einem Relationship Agreement getroffen sind, betreffen entsprechend insbesondere den Verwaltungsrat und die Vertretung des Aktionärs im Verwaltungsrat, Stimmrechte und deren Ausübung an einer Generalversammlung, Informationspflichten und Abreden betreffend Zu- und Abverkäufe.[67] Im Rahmen der Verhandlungen ist nicht nur zu beachten, dass der Abschluss und die Verhandlung eines Relationship Agreements Zeit in Anspruch nimmt, sondern auch, dass die Tatsache des Abschlusses eines Relationship Agreements eine kursrelevante Tatsache darstellen kann und entsprechend unter Umständen eine Ad-hoc Bekanntgabepflicht auslöst.[68]
- *Offenlegungspflicht*: Erreicht oder überschreitet der Verkäufer infolge des Erwerbs der Aktien einen Schwellenwert gemäss Art. 120 FinfraG, wird die börsenrechtliche Offenlegungspflicht im Zeitpunkt des Abschlusses des Kaufvertrags ausgelöst. Auch für den Käufer kann eine Offenlegungspflicht entstehen – insbesondere dann, wenn er die als Gegenleistung zu übertragenden Aktien bereits im Eigenbestand hält.[69] Zudem ist zu beachten, dass Käufer und Verkäufer – je nach Ausgestaltung des Relationship Agreements oder aufgrund sonstiger vertraglicher Abreden – unter Umstände als Gruppe im Sinne von Art. 121 FinfraG gelten und ihre Beteiligung entsprechend offenzulegen haben.[70]

---

62 Vgl. Art. 35 des Bundesgesetzes über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG, SR 950.1); Wolf/Gaberthüel, 206.

63 Häusermann, 242; Watter/Dubs, 14 ff.; Wolf/Gaberthüel, 211.

64 Häusermann, 241; Watter/Schweighofer, 229 f.

65 Vgl. Häusermann, 250 f.

66 Häusermann, 243; ausführlich Watter/Dubs, 18 ff.

67 Wolf/Gaberthüel, 211 ff.; Häusermann, 243 ff.; Watter/Dubs, 14 f.; Gerhard/Humbel, 270 f.

68 Vgl. Häusermann, 251; Wolf/Gaberthüel, 213.

69 Wolf/Gaberthüel, 213.

70 Verfügung 0703/01 *CEVA Logistics AG* vom 9. August 2018 E. 4; ebenso Watter/Dubs, 32 ff.; Häusermann, 251.

c) Anrechnungswert und insiderrechtliche Aspekte

Der Einsatz von eigenen Aktien als Akquisitionswährung wirft auch Fragen unter dem Aspekt des aufsichtsrechtlichen und strafrechtlichen Verbots von Insidergeschäften auf.

Beschaffung von Entgeltaktien am Markt

Fraglich ist, ob der Käufer während der Verhandlungen einer Transaktion eigene Aktien am Markt zurückkaufen kann, um diese dann als Akquisitionswährung zu verwenden. In diesem Zusammenhang ist insbesondere fraglich, ob der in Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV kodifizierte Safe Harbour, wonach niemand sein eigener Insider sein kann, auch ein solches Geschäft umfasst. Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV erwähnt nur den Erwerb von Aktien des Zielunternehmens explizit. Allerdings wird dieser Erwerb nur als Beispiel angefügt. Entsprechend ist die h.L. der Ansicht, dass auch andere Effektengeschäfte, wie beispielsweise der Erwerb von Aktien zur Verwendung als Akquisitionswährung, als Umsetzung des eigenen Entschlusses gelten und entsprechend zulässig sind.[71] Dies gilt allerdings nur, sofern die Käuferin im Zeitpunkt des Rückkaufs der eigenen Aktien über keine anderweitigen Insiderinformationen verfügt.[72]

Vereinbarung des Anrechnungswerts

Vereinbaren die Parteien, dass ein Teil des Kaufpreises in Aktien bezahlt wird, stellt sich die Frage, zu welchem Wert diese Aktien an den Kaufpreis angerechnet werden. Bei börsenkotierten Aktien des Käufers ist in diesem Zusammenhang häufig der Marktpreis massgebend oder dient zumindest als Orientierungsgrösse.[73] In der Praxis wird oft vereinbart, dass der Anrechnungswert erst zu dem Zeitpunkt festgelegt wird, zu dem die Transaktion öffentlich bekannt gemacht wird und der Markt somit «clean» ist.

---

71 Krämer, 224; Gericke/Isler, 167 f.; Wolf/Gaberthüel, 215; Sethe/Fahrländer, Art. 154, SK FinfraG, Rz. 135 ff. und 143; Hanslin/Hoch/Hotz/Maurenbrecher, Art. 142f, BSK FINMA/FinfraG, Rz. 46; Baumgartner/Strittmatter, 243; a.M. Bühler/Häring, die sich zum Art. 161 der alten Fassung des schweizerischen Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937 (StGB, SR 311.0) geäussert haben, bevor entsprechende Safe-Harbour Bestimmungen ins damalige BEHG aufgenommen wurden.

72 Siehe Hanslin/Hoch/Hotz/Maurenbrecher, Art. 142 f., BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 50; Baumgartner/Strittmacher, 243, wonach es ein Teil der Lehre als zulässig erachtet, wenn der Käufer im Zeitpunkt des Rückkaufes der eigenen Aktien über anderweitige Insiderinformationen verfügt, sofern diese nicht kausal für den Rückkauf der Aktien waren.

73 Wolf/Gaberthüel, 209.

Eine solche Regelung ist sogar zwingend, wenn der Käufer zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses über Insiderinformationen bezüglich der eigenen Aktie verfügt. Andernfalls könnte der Vertragsabschluss als Insiderhandel qualifizieren. Der Käufer kann dieses Problem auch nicht dadurch umgehen, dass er dem Verkäufer die betreffenden Insiderinformationen offenlegt und damit zumindest zwischen Käufer und Verkäufer ein «level playing field» schafft.[74] Das Verbot von Insidergeschäften dient nämlich nicht nur dem Schutz der Chancengleichheit der Marktteilnehmer, sondern auch der Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.[75]

d) Aktien als Akquisitionswährung aus Sicht der Parteien

Ein offensichtlicher Vorteil der Verwendung von Aktien als Akquisitionswährung liegt in der Schonung der Liquidität des Käufers. Darüber hinaus können aus Sicht des Käufers auch strategische Überlegungen eine Rolle spielen – insbesondere dann, wenn er davon ausgeht, dass die Einbindung des Verkäufers als Aktionär den langfristigen Erfolg der kombinierten Gruppe fördert.[76] Werden Aktien als Akquisitionswährung verwendet, realisiert der Verkäufer wiederum keinen «Clean Exit»: er partizipiert weiterhin am Erfolg oder Misserfolg des Zielunternehmens. Den meisten Verkäufern ist Geld als Gegenleistung entsprechend willkommener als Aktien, denn wenn der Verkäufer in die Käuferaktien investieren will, kann er dies auch an der Börse tun. Abgesehen von jenen Fällen, in denen auf der Verkäuferseite strategische Gründe mitspielen, akzeptieren Verkäufer Aktien als Gegenleistung meist schlicht darum, weil das höchste Kaufangebot eines mit einer Aktienkomponente ist.[77]

IV. Instrumente mit Auswirkung auf die Strukturierung und zur Risikoverteilung

Die in Kapitel III beleuchteten Instrumente sind die wohl prominentesten «Überbrückungshelfer». Trotzdem lohnt sich ein Blick auf die zwei anderen identifizierten Kategorien und insbesondere auf den Staggered Sale.

---

74 Zum Ganzen Wolf/Gaberthüel, 214.

75 Vgl. Erläuternder Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch), 15; Lüthy/Schären, 500.

76 Zum Gesagten Zürcher/Speck, Rz. 3.55; Wolf/Gaberthüel, 197.

77 Wolf/Gaberthüel, 197.

1. Staggered Sale

a) Begriff

Ein «Staggered Sale» bezeichnet den gestuften Erwerb eines Zielunternehmens. Dabei erwirbt der Käufer zunächst eine (Mehrheits-)Beteiligung, um in einem oder mehreren Schritten schliesslich 100% der Anteile zu übernehmen.[78] In der Praxis kommen Staggered Sales insbesondere dann zum Einsatz, wenn die Parteien das Zielunternehmen für eine Übergangsphase gemeinschaftlich – vergleichbar mit einem Joint Venture – führen und weiterentwickeln wollen.

Staggered Sales können unterschiedlich ausgestaltet sein. Sind sich die Parteien von Anfang an einig, dass der Käufer sämtliche Aktien erwerben soll, kann im Kaufvertrag eine feste Kaufverpflichtung vereinbart werden. Das bedeutet, es wird bereits vertraglich festgelegt, wann bzw. unter welchen Bedingungen der Käufer die weiteren Aktien erwerben muss. Sobald die Bedingungen eingetreten sind oder der festgelegte Zeitpunkt erreicht ist, ist der Käufer verpflichtet, die restlichen Anteile zu kaufen.

Alternativ – und in der Praxis häufiger – wird ein Staggered Sale optional ausgestaltet. In diesem Fall wird dem Käufer eine Call-Option auf den Erwerb der verbleibenden Aktien und/oder dem Verkäufer eine Put-Option auf den Verkauf der verbleibenden Aktien eingeräumt. Die sogenannten Trigger Events für die Ausübung der Optionen können von den Parteien nach Belieben vereinbart werden. So kann etwa vereinbart werden, dass die Optionen in einem bestimmten Zeitfenster oder bei Eintritt konkreter Ereignisse ausgeübt werden dürfen. Im Unterschied zur festen Kaufverpflichtung ist beim Eintritt eines Trigger Events oder nach Ablauf der vereinbarten Zeitperiode entsprechend nicht zwingend klar, ob der Kauf bzw. der Verkauf tatsächlich erfolgt. Das Ereignis bzw. der Ablauf der Zeitperiode berechtigt die jeweilige Partei zur Ausübung der Option – verpflichtet sie jedoch nicht dazu.

b) Preisgestaltung

Ob unterschiedliche Kaufpreisvorstellung mit einem Staggered Sale überbrückt werden können, hängt im Wesentlichen vom Kaufpreismechanismus für die weiteren Tranchen ab. Dabei sind insbesondere folgende Konstellationen denkbar:

---

78 Werder et al., 211.

- *Gleichbleibender Kaufpreis*: Es wird je Aktie für beide Tranchen der gleiche Kaufpreis bezahlt
- *Formelbasiert neu ermittelter Kaufpreis*: Der Kaufpreis der weiteren Tranchen wird zum Zeitpunkt des effektiven Erwerbs anhand einer zuvor vereinbarten Bewertungsformel neu bestimmt
- *Im Voraus höher festgelegter Kaufpreis*: Der Kaufpreis der weiteren Tranchen wird bereits zum Zeitpunkt der Vertragsunterzeichnung auf Basis einer höheren Bewertung festgelegt

Während die erste Variante voraussetzt, dass sich die Parteien bereits zu Beginn auf einen Kaufpreis einigen, ermöglichen die beiden anderen Varianten zumindest einen teilweisen Kompromiss und können Bewertungsdifferenzen in gewissem Umfang abfedern. Während die Dritte Variante dem Verkäufer einen höheren Preis garantiert, ähnelt die zweite Variante einem Earn-out Modell. Ob der Verkäufer tatsächlich von einem höheren Kaufpreis für die weiteren Tranchen profitiert, hängt im Wesentlichen davon ab, ob sich das Zielunternehmen wie vom Verkäufer erwartet entwickelt.

c) Staggered Sale aus Sicht der Parteien

Ein Staggered Sale ermöglicht dem Verkäufer im ersten Schritt keinen «Clean Exit». Die Gewissheit, einen solchen realisieren zu können, besteht nur dann, wenn entweder eine unbedingte Kaufverpflichtung vereinbart wurde oder dem Verkäufer eine unbedingte Put-Option eingeräumt wird.

Zudem führt ein Staggered Sale dazu, dass sich Käufer und Verkäufer zumindest für eine Übergangsphase in einem JV-ähnlichen Verhältnis befinden. Dies macht es erforderlich, das Verhältnis der Parteien – insbesondere die Mitwirkungs- und Kontrollrechte des Minderheitsaktionärs – in einem Aktionärsbindungsvertrag zu regeln.[79]

Aus Sicht des Käufers kann sich ein Staggered Sale zudem nachteilig auf die Finanzierung auswirken, insbesondere im Hinblick auf die Bestellung von Sicherheiten, da der Käufer zunächst nicht über 100% der Aktien verfügt.

[79] Siehe etwa Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 633 ff. für eine detaillierte Auseinandersetzung mit Joint-Ventures.

2. Asset Deal / Carve-Outs

a) Begriff und Praxisbedeutung

Eine weitere mögliche Variante zur Überbrückung von Bewertungsdifferenzen besteht darin, dass der Käufer ausschliesslich jene Vermögenswerte übernimmt, bei denen Einigkeit über die Bewertung besteht. Das kann auf zwei Arten umgesetzt werden:

- durch einen Asset Deal, bei dem der Käufer die betreffenden Assets direkt, entweder mittels Singularsukzession oder mittels Vermögensübertragung erwirbt[80]; oder
- durch einen Carve-Out, bei dem der Verkäufer die betroffenen Assets zunächst in eine neu gegründete Gesellschaft überführt, die anschliessend vom Käufer übernommen wird.[81]

Beide Varianten setzten voraus, dass für bestimmte Assets Bewertungseinigkeit besteht. Dies ist in der Regel nur dann der Fall, wenn die unterschiedlichen Bewertungen primär auf abweichenden Risikoeinschätzungen beruhen. Entsprechend selten wird diese Strukturvariante in der Praxis zur Überbrückung von Bewertungsdifferenzen gewählt.

b) Asset Deal aus Sicht der Parteien

Ablauftechnisch präsentieren sich Share Deals im Vergleich zu Asset Deals als wesentlich einfacher. Insbesondere in Fällen, in welchen der Asset Deal mittels Singularsukzession durchgeführt wird, müssen die Parteien in Bezug auf jedes Aktivum die obligatorischen und dinglichen Voraussetzungen für die Übertragung regeln.[82]

Aus Sicht des Käufers ist bei einem Asset Deal vorteilhaft, dass er – wie bereits erwähnt – gezielt auswählen kann, welche Vermögenswerte er übernehmen möchte. Entsprechend haftet er auch nur für die übernommenen Verbindlichkeiten – nicht jedoch für unbekannte.[83]

Aus Sicht des Verkäufers ist ein Asset Deal – abgesehen von speziellen Konstellationen wie einem Kauf aus der Konkursmasse oder in Sanierungsfällen – häufig nur dann sinnvoll, wenn lediglich ein Teil des Zielunternehmens veräus-

---

80 Ausführlich dazu Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 194 ff.; Schenker, Unternehmenskauf, 19 ff.; Gaberthüel, 196 ff.

81 Ausführlich dazu Gerhard/Hasler, 221 ff.

82 Schenker, Unternehmenskauf, 19 ff.; Gaberthüel, 189 f.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 200 ff. und 339.

83 Zum Gesagten Gaberthüel, 194; Cerutti/Rohner, 41 f.; Schenker, Unternehmenskauf, 20.

sert werden soll.[84] In allen anderen Fällen besteht das Risiko, dass der Verkäufer auf den «Bad Assets» sitzenbleibt. Hinzu kommt, dass Asset Deals – insbesondere aus Sicht der Aktionäre des Verkäufers – steuerlich nachteilig sein können. Der Verkaufserlös wird zuerst auf der Ebene des Verkäufers besteuert und – im Falle einer anschliessenden Ausschüttung oder Liquidation – nochmals auf Ebene der Aktionäre.[85]

3. Instrumente zur Risikoverteilung

In Situationen, in denen Bewertungsdifferenzen auf unterschiedlichen Risikoeinschätzungen beruhen, können diese Differenzen durch eine vertragliche Risikoallokation zumindest teilweise überbrückt werden. In der Praxis erfolgt dies typischerweise durch die Vereinbarung von:

- Zusicherungen und Gewährleistungen (Representations & Warranties)
- Indemnities
- Vollzugsbedingungen, wie etwa No-MAC-Klauseln[86]

Allen diesen Instrumenten ist gemeinsam, dass sie ausschliesslich bestehende Risiken, nicht jedoch zukünftige Ertragserwartungen adressieren, ihr Schutzumfang in der Praxis sowohl zeitlich als auch betragsmässig begrenzt ist und sie den Käufer dem Insolvenzrisiko des Verkäufers aussetzen. Entsprechend vermögen diese Instrumente effektive Bewertungsdifferenzen nur in seltenen Fällen effektiv zu überbrücken.

V. Würdigung und Fazit

Bewertungsdifferenzen und daraus resultierende unterschiedliche Kaufpreisvorstellungen führen nicht zwangsläufig zum Scheitern von Verhandlungen. In gewissem Umfang sind sie sogar üblich, da Verkäufer und Käufer den Unternehmenswert naturgemäss unterschiedlich einschätzen. Verkäufer orientieren sich eher an zukünftigen Ertragserwartungen, während Käufer in der Regel eine konservativere, risikobasierte Bewertung vornehmen.

Ob letztlich eine Einigung erzielt wird, hängt von zahlreichen Faktoren ab. Entscheidend sind insbesondere die Attraktivität des Zielunternehmens und die Branche, in welcher das Zielunternehmen aktiv ist, mögliche Synergieeffekte für den Käufer, sein Risikoappetit, das makroökonomische Umfeld, die

---

84 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 339; Schenker, Unternehmenskauf, 22 f.
85 Hinny, 261 ff.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 334 ff.
86 Zum Ganzen Tschäni/Wolf, 95 ff.; Schenker, Garantien, 66 ff.

Situation am Finanzierungsmarkt und insbesondere auch der «Verkaufsdruck» des Verkäufers.

Die vorgestellten Instrumente können dazu beitragen, Bewertungsdifferenzen zu überbrücken. Vollständig beseitigen lassen sich die Differenzen jedoch nicht – die Instrumente können diese lediglich für beide Parteien erträglicher gestalten. Ob der Einsatz eines der vorgestellten Instrumente sinnvoll ist, muss im Einzelfall abgewogen werden und die Parteien müssen sich bewusst sein, dass die Instrumente ein erhebliches Konfliktpotenzial bergen und/oder dazu führen können, dass der Verkäufer keinen «Clean Exit» erzielt und Verkäufer und Käufer auch nach Abschluss der Transaktion zumindest für eine gewisse Zeit verbunden bleiben.

Literaturverzeichnis

Arpagaus Reto, in: Jörg S. Florian/Gnos P. Urs/Olgiati Lorenzo (Hrsg.), Handbücher für die Anwaltspraxis: Mergers & Acquisitions, Basel 2022.

Barthold Beat M./Schilter Irène, Art. 135, in: Sethe Rolf/Favre Olivier/Hess Martin/Kramer Stefan/Schott Ansgar (Hrsg.), SK, Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, Zürich 2017, Rz. 99 ff.

Baumgartner Loris/Strittmatter Benedikt, Insiderhandel und Aktienrückkäufe, Eine Auseinandersetzung über Strafrecht, Kausalität und die Safe Harbour-Regelung nach Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV, GesKR 2/2025, 237 ff.

Boemle Max/Stolz Carsten, Unternehmensfinanzierung, Langfristige Fremdfinanzierung, Besondere Finanzierungsanlässe, Unternehmensbewertung, Band 2, 14. Aufl., Zürich 2012.

Bucher Markus/Schwendener Patrick, Die Bewertung von Familienunternehmen, Neben Bewertungsmethoden spielen weitere Faktoren eine massgebliche Rolle, in: ST 5/2007, 340 ff.

Bühler Christoph/Häring Daniel, Die selbstgeschaffene Insiderinformation, Transaktionen aufgrund eigener Planung im Lichte des Insiderhandels, GesKR 4/2009, 453 ff.

Cagienard Mark/Jenny Daniel, Steuerfreier privater Kapitalgewinn: Tragweite und Grenzen der wirtschaftlichen Betrachtungsweise, GesKR 3/2015, 438 ff.

Cerutti Romeo/Rohner Urs, Ausgewählte Rechtsfragen beim Erwerb von Banken in der Schweiz, in: Oertle Matthias/Wolf Matthias/Breitenstein Stefan/Diem Hans-Jakob (Hrsg.), M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber Amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich 2010, 37 ff.

Fehr Benjamin/Benkert Stefan/Poggensee Ruben, Earn-Out: Erfolgsorientierter Kaufpreis, Wahl der Kennzahl und Minimierung des Manipulationsrisikos als bestimmende Faktoren, in: EF 10/2015, 798 ff.

Fischer Alexander/Kälin Daniel, Earn-Out Bestimmungen: Käufer- und Verkäuferperspektive in der Vertragsgestaltung, in: Jusletter vom 15. Mai 2017.

Gaberthüel Tino, Auswirkungen der Finanzkrise auf M&A-Transaktionen im Bankensektor, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich 2015.

Gaberthüel Tino/Hächler Till, Ausgewählte Besonderheiten bei M&A Transaktionen durch Private Equity Funds, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten, 9. Tagung zu Private Equity, Tagungsband 2024, Zürich 2024, 9 ff.

Gerhard Frank/Hasler Daniel, Fallstricke bei Carve-Out Transaktionen, GesKR 2/2014, 221 ff.

Gerhard Frank/Humbel Claude, Cornerstone Investors in IPOs, GesKR 3/2018, 257 ff.

Gericke Dieter/Isler Vanessa, Rückkauf eigener Aktien im regulatorischen Dickicht, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen IX, Zürich 2014.

Gericke Dieter/Wiedmer Karin, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2. Aufl., Zürich 2020.

Hanslin Marc/Hoch Classen/Hotz Basil/Maurenbrecher Benedikt, Art. 142 f., in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz / Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 46 und 50.

Häusermann Daniel, Relationship Agreements zwischen Vertragsfreiheit und zwingendem Aktienrecht, in: SZW/RSDA 03/2022, 241 ff.

Helbling Carl, 25 Grundsätze für die Unternehmensbewertung, Die wichtigsten unbestrittenen Grundsätze aus der Praxis der Unternehmensbewertung, in: ST 9/2002, 735 ff.

Hinny Pascal, Steuerfolgen Unternehmenskauf und –verkauf, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVI, Zürich 2014, 257 ff.

Hofstetter Karl/Schilter-Heuberger Evelyn/Brönnimann Thomas, Art. 135, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz / Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 75.

Hösly Balz/Zellweger-Ferhat Nadira, Rz. 50 ff., in: Abt Daniel/Weibel Thomas (Hrsg.), Praxiskommentar Erbrecht, 5. Aufl., Basel 2023.

Hünerwadel Patrick/Tranchet Marcel, Akquisitionsfinanzierung, Finanzierung als Erfolgsfaktor bei Akquisitionen, in: Oertle Matthias/Wolf Matthias/Breitenstein Stefan/Diem Hans-Jakob (Hrsg.), M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber Amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich 2010, 361 ff.

Käch Alice, Der Wert eines Familienunternehmens und seine Nachfolgeplanung, in: Vassella Juana/Morand Anne-Sophie (Hrsg.), Werte im Recht – das Recht als Wert, Junge Rechtswissenschaft Luzern, 183 ff.

Kirman Igor/Goldfeld Victor, Contingent Value Rights (CVRs), Practical Law, 1 ff.

Koller Alfred, Art. 184, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I (Art. 1 – 529), 7. Aufl., Basel 2020, Rz. 42.

Krämer Janine, Der Insidertatbestand unter besonderer Berücksichtigung der Ausnahmebestimmungen, Diss. Zürich, Zürich/St.Gallen 2019.

Kustner Clemens/Kalis David, Verkäuferdarlehen bei M&A-Transaktionen, Instrument zur Überbrückung divergierender Interessen von Verkäufer und Käufer in einem M&A-Prozess, in: ST 11/2003, 989 ff.

Langenegger Rolf, Unternehmensbewertung, in: Dürr David/Lardi Mauro (Hrsg.), Unternehmensnachfolge, Interdisziplinäres Handbuch zur Nachfolgeregelung, Zürich/St. Gallen 2014, 135 ff.

Lüthy Roland/Schären Simon, Neuerungen im Kapitalmarktstrafrecht, in: AJP/PJA 4/2012, 499 ff.

Maurenbrecher Benedikt/Schärer Heinz, Art. 312, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I (Art. 1 – 529), 7. Aufl., Basel 2020, Rz. 1 ff. und 24.

Meier-Mazzucato Giorgio/Ricklin Daniela, Earn-Out mit Bewertungs- und Finanzierungsfunktion als porbate Methode bei der Unternehmensnachfolge, in: TREX 5/2014, 286 ff.

Meyer Conrad/Hüppin Ursina, EARNOUTS, Eine Analyse zum Einsatz und der Ausgestaltung von variablen Kaufpreisanpassungen in Kontinentaleuropa, in: EF 2/2017, 24 ff.

Reich Markus/Helbling Andreas/Duss Fabian, Art. 20a, in: Zweifel Martin/Beusch Michael (Hrsg.), DBG Kommentar, 4. Aufl., Basel 2022, Rz. 42a.

Schenker Urs, Unternehmenskauf, Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016 (zit. Schenker, Unternehmenskauf).

Schenker Urs, Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in: Oertle Matthias/Wolf Matthias/Breitenstein Stefan/Diem Hans-Jakob (Hrsg.), M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber Amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich 2010 (zit. Schenker, Garantien), 65 ff.

Schroeter Ulrich G, Art. 75, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I (Art. 1 – 529), 7. Aufl., Basel 2020, Rz. 16.

Sethe Rolf/Fahrländer Olivier, Art. 154, in: Sethe Rolf/Favre Olivier/Hess Martin/Kramer Stefan/Schott Ansgar (Hrsg.), SK, Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, Zürich 2017, Rz. 135 ff. und 143.

Sonderegger Pepe, Bewertungen von Unternehmen, in: Die Praxis des Familienrechts 4/2022, 919 ff.

Superina Marco/Bolinger Brice/Karg Thomas, M&A im Spannungsfeld von COVID-19, in: Diem Hans-Jakon (Hrsg.), Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis, 23. Konferenz zu Mergers & Acquisitions, Tagungsband 2020, Zürich 2022, 193 ff.

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 4. Aufl., Zürich 2020.

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. Aufl., Zürich 2021.

Tschäni Rudolf/Iffland Jacques, Ausarbeitung eines öffentlichen Übernahmeangebotes, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, 121 ff.

Tschäni Rudolf/Iffland Jacques/Diem Hans-Jakob, Art. 127, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz / Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 15 ff.

Tschäni Rudolf/Wolf Matthias, Vertragliche Gewährleistung und Garantien – Typische Vertragsklauseln, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, 93 ff.

Vischer Markus, Earn out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen, in: SJZ 98/2002, 509 ff.

Von Werra Alex, Conception et valorisation de l'earnout dans le cadre de transactions M&A – Aperçu d'une technique de structuration du prix de cession (1re partie), ST 6-7/2014, 565 ff.

Wagner Partin Sarah/Flanagan Sharon/Brown Hannah, Anatomy of a CVR: A Primer on the Key Components and Trends of CVRs in Life Sciences Public M&A Deals vom 19. Mai 2023, <https://www.sidley.com/-/media/publications/anatomy-of-a-cvr-a-primer-on-the-key-components-and-trends-of-cvrs-in-life-sciences-public-ma-deals.pdf?la=en&rev=849ca264e438474cb90d2c901a4b357e>.

Wallace Louise/Bruhns Malte, CMS European M&A Study 2025, 17. Aufl.

Watter Rolf/Dubs Dieter, Anchor Shareholders und Grossaktionäre: Ihr Einstieg, ihre vertragliche Einbindung und ihre Information, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XII, Zürich 2010, 1 ff.

Watter Rolf/Gstoehl Matthias, Preisanpassungsklauseln, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004.

Watter Rolf/Schweighofer Florian, DSM-Firmenich, Ein Merger of Equals zwischen Gesellschaften mit grundverschiedenen Aktionariatsstrukturen, GesKR 2/2023, 226 ff.

Weibel Stephan, Financial Assistance bei LBO Transaktionen, Eine Gläubigerschutzanalyse unter Berücksichtigung postakquisitorischer Umstrukturierungen, Diss. Zürich 2013.

Werder Manuel/Weber Philippe/Boëffard Morgan/Sidler Marco, Earn-Out, Milestones und weitere aufgeschobene Kaufpreiszahlungen, in: Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias (Hrsg.), M&A unter geänderten Vorzeichen, 26. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions, Tagungsband 2023, Zürich 2024, 181 ff.

Wolf Matthias/Gaberthüel Tino, Käuferaktien als Zahlungsmittel bei M&A-Transaktionen, GesKR 2/2013, 195 ff.

Zürcher Wolfgang/Speck Beat, in: Jörg S. Florian/Gnos P. Urs/Olgiati Lorenzo (Hrsg.), Handbücher für die Anwaltspraxis: Mergers & Acquisitions, Basel 2022.

Zürcher Wolfgang, Käuferfreundliche vs. Verkäuferfreundliche Vertragsklauseln, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IX, Zürich 2007, 143 ff.

Zuweisung von Steuerrisiken in M&A-Verträgen – Tax Indemnities und weitere Steuerklauseln

Matthias Wolf, Lukas Aebi*

Inhalt

I. Einleitung 234

II. Die allgemeine Tax Indemnity beim Share Deal 235
1. Inhalt und Terminologie 235
2. Qualifikation und Vertragspraxis 235
3. Was ist von der Tax Indemnity erfasst? 237
a) Allgemein, Stichtagsabgrenzung 237
b) Was zählt als «Tax»? Definition von Steuern 238
c) Weitere allenfalls von einer Tax Indemnity erfasste Nachteile 239
4. Ausnahmen und Einschränkungen 240
a) Ausweis in der Stichtagsbilanz 240
b) Berücksichtigung in der Equity Bridge? 240
c) Möglichkeit der Verrechnung mit Verlustvorträgen 241
d) Steuererstattungen und Auflösung von Steuerrückstellungen 241
e) Vorteilsanrechnung, Regressansprüche, Selbst- und Mitverschulden 241

III. Besondere Fälle 242
1. Altreserven 242
2. Verlustvorträge 243
3. Haftung für Steuern anderer Personen 244
a) Solidarische Haftung 244
b) Steuersukzession und Steuersubstitution 244
c) Steuerregress bei der Verrechnungssteuer 245

IV. Die Tax Indemnity bei Locked Box-Transaktionen und bei Preisanpassung auf den Vollzugstag 245
1. Bei Locked Box-Transaktionen 245
a) Locked Box-Date als Stichtag 245
b) Stichtag später als das Locked Box-Datum 246
2. Bei Preisanpassung auf den Vollzugstag (Closing Accounts) 247

V. Modalitäten und Verfahren der Ansprüche 248
1. Zeitliche Beschränkungen 248
2. Haftungslimiten 249

* Die Autoren danken Lucas Gericke für seine Unterstützung bei dem Verfassen dieses Beitrages.

3. Verantwortung für Steuererklärungen 250
4. Mitwirkungsrechte 250

VI. Was bleibt für Tax Warranties und braucht es sie noch? 251
1. Unterschiede 251
2. Beispiele 252

VII. Steuergutschriften und -erstattungen 252

VIII. Besonderheiten beim Asset Deal 253
1. Grundsätzlich keine Übernahme von Steuerverbindlichkeiten 253
2. Mehrwertsteuersukzession 254
3. Liegenschaftssteuern 254

IX. Tax Warranties und Indemnities und W&I-Versicherung 255

X. Reverse Tax Indemnities 256

Literaturverzeichnis 257

I. Einleitung

Eine zentrale Funktion der Vertragsdokumentation bei M&A-Transaktionen ist die Risikoallokation zwischen den Parteien. Steuerliche Risiken sind dabei regelmässig von entscheidender Bedeutung. Sie werden bei der Transaktionsstrukturierung berücksichtigt und durch die Steuer-Due Diligence identifiziert und (soweit möglich) quantifiziert. Im Rahmen der Vertragsdokumentation schliesslich werden sie unter den Parteien alloziert. Dieser Beitrag befasst sich mit den Werkzeugen der M&A-Vertragspraxis zu diesem Zweck.

Die Steuerklauseln in M&A-Verträgen sind anspruchsvoll in der Redaktion und Verhandlung, zumal sie rechtliches, steuerliches und wirtschaftliches Verständnis voraussetzen. Sie haben einen «technischen» Charakter und sind oft umfangreich, vor allem in angelsächsisch geprägten Verträgen. In diesem Aufsatz wollen wir die gängige Vertragspraxis darstellen und erläutern. Wir orientieren uns dabei an dem, was nach unserer Erfahrung übliche Vertragspraxis ist, ohne aber Patentrezepte anzubieten.

II. Die allgemeine Tax Indemnity beim Share Deal

1. Inhalt und Terminologie

Die Vereinbarung einer Schadloshaltung des Käufers für Steuerverbindlichkeiten des Zielunternehmens ist eine häufige Klausel[1] in den Verträgen über Unternehmenskäufe im Gewand des Aktien- oder Anteilskaufs.[2] In ihrer typischen Ausgestaltung verspricht der Verkäufer dem Käufer, den Betrag von Steuerverbindlichkeiten der Zielgesellschaft(en) zu übernehmen, sofern sich diese auf den Zeitraum vor einem bestimmten Stichtag beziehen. Es handelt sich also im Grundsatz um eine wirtschaftliche Allokation von Steuerverbindlichkeiten zwischen Käufer und Verkäufer auf einen massgeblichen Stichtag (z.B. das Vollzugsdatum [Closing] oder bei Locked Box-Transaktionen oft das Locked Box-Datum). Ausgenommen sind dabei Verbindlichkeiten, für welche in einer zum Stichtag erstellten Bilanz bereits ausreichend Rückstellungen gebildet wurden.

«Tax Indemnity» ist ein Begriff aus dem angelsächsischen Recht, der in die (ohnehin häufig englischsprachige) Schweizer M&A-Praxis übernommen worden ist. Trotz dieser Bezeichnung und Herkunft sind diese Vertragsbestimmungen aber eigenständig nach Schweizer Recht zu beurteilen.[3] In Deutschland wird der Begriff der Steuerfreistellung verwendet.[4]

2. Qualifikation und Vertragspraxis

Die rechtliche Qualifikation der Tax Indemnity ist in der Praxis von beschränkter Bedeutung, weil die Rechtsfolgen und Modalitäten der Geltendmachung von Ansprüchen fast immer im Vertrag selber ausführlich und abschliessend vereinbart werden.

Die Literatur qualifiziert Tax Indemnities praktisch einhellig als Garantien.[5] Nach der von Kleiner begründeten Terminologie wären sie als «reine» Garantien zu bezeichnen, denn sie beziehen sich nicht auf ein Schuldverhältnis,

---

1 Gemäss der Studie des internationalen Anwaltsbüros CMS (CMS European M&A Study 2025, 89) wurde im Jahr 2024 in ca. 70% aller Transaktionen mit einem Transaktionswert über EUR 25 Mio. eine Tax Indemnity vereinbart. Bei kleineren Transaktionen ist sie anscheinend deutlich weniger häufig anzutreffen (nur 46%).

2 Siehe dagegen hinten bei Ziff. VIII. zur Situation beim Asset Deal.

3 So in ähnlichem Zusammenhang Watter, 29, für die Verwendung von Begriffen des englischen oder US-amerikanischen Rechts.

4 S. etwa bei Hopt, 41.

5 Schenker, 351; Tschäni/Diem/Wolf, 185; Böckli, 92; Blum, 205; Zitter, 210 f.

dessen Erfüllung sie sicherstellen sollen, sondern auf das Eintreten oder Bestehen anderer Umstände.[6] Die Tax Indemnity steht aber den Zusicherungen des Kaufrechts (nach Art. 197 Abs. 1 OR) nahe; man kann sie auch als Zusicherung des Nichtbestehens von Steuerverbindlichkeiten (mit Ausnahme der in der Stichtagsbilanz erfassten) verstehen, bei der die Rechtsfolgen und die Modalitäten der Geltendmachung in einer vom Gewährleistungsrecht des OR abweichenden Weise vereinbart werden. Daraus, dass die Vertragspraxis des Unternehmenskaufs die Tax Indemnities (und überhaupt Schadloshaltungsgarantien, z.B. auch etwa für Risiken im Bereich des Umweltrechts, z.B. als «Altlastenschadloshaltung») strukturell anders behandelt als die klassischen Zusicherungen, sollte nicht allzu viel abgeleitet werden. Nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung werden Garantien dann als «selbständig» qualifiziert, wenn «*der Verkäufer einen künftigen Erfolg verspricht, welcher über die vertragsgemässe Beschaffenheit der Kaufsache hinausgeht, weil er wesentlich noch von anderen künftigen Faktoren abhängt, welche … von den Sacheigenschaften unabhängig sind und ausserhalb der Einflussmöglichkeiten des Verkäufers liegen*».[7] Eine «unselbständige» Garantie soll dagegen vorliegen, wenn Umstände auf die Zukunft gerichtet zugesichert werden, welche von (gegenwärtigen) Eigenschaften des Kaufgegenstandes abhängen.[8] Hält man diesen zeitlichen Aspekt in der Tat für (allein) entscheidend, dann wäre eine Garantie zu verneinen, denn es geht bei der Tax Indemnity fast nie um zukünftige Steuern.[9] Die Parteien wählen die Struktur einer Garantie nicht, um sich gegen zukünftige Entwicklungen abzusichern, sondern weil sie für die Vereinbarung der von ihnen beabsichtigten Rechtsfolge, nämlich der Übernahme bzw. Erstattung der Verbindlichkeit und damit verbundener Kosten nahe liegt und geeignet ist.[10] Es wäre aber durchaus möglich (und kommt auch etwa vor), dass die Parteien die Form einer kaufrechtlichen Zusicherung wählen und der Verkäufer zusichert, dass zum Stichtag keine Steuerverbindlichkeiten bestehen oder bestanden, welche nicht in der Stichtagsbilanz im vollen Umfang passiviert oder zurückgestellt sind. Wird dann noch die Kenntnis des Käufers (Art. 200 Abs. 1 OR) bzw. Offenlegung als Ausschlussgrund wegbedungen und als Rechtsfolge die Erstattung des Betrages der fraglichen Verbindlichkei-

---

6 S. Kleiner/Landolt/Gemperli, 21, m.w.H.

7 Urteil des Bundesgerichts 4C.260/2001 vom 4. Januar 2002 E. 3a.

8 BGE 122 III 426 E. 4 und 5; BGer 4C.260/2001 E. 3a.

9 Eine Ausnahme davon ist eine vom Verkäufer zugesagte Schadloshaltung für die Steuerfolgen (Verrechnungssteuer) bei der zukünftigen Ausschüttung von sog. Altreserven. Siehe dazu hinten bei Ziff. III.1. Aber auch in diesen Fällen geht es um latent bereits bestehende Steuerverbindlichkeiten, also um die Übernahme eines Risikos, das sich aus der beim Verkauf bzw. zum Stichtag bereits bestehenden Situation ergibt.

10 Ausserdem dürfte die vertragliche Ausgestaltung als Schadloshaltungsversprechen darauf zurückzuführen sein, dass dies der angelsächsisch geprägten M&A-Vertragspraxis folgt.

ten und Kostenersatz (statt Wandlung und Minderung) vorgesehen, dann bestehen praktisch keine Unterschiede.

Eine alternative Möglichkeit bestünde darin, in der Tax Indemnity ein (bedingtes) Befreiungsversprechen nach Art. 175 OR zu erkennen, wobei es nicht um die Befreiung von einer Schuld des Versprechensempfängers (des Käufers) geht, sondern um Befreiung der Zielgesellschaft von einer Schuld, woran der Käufer und Versprechensempfänger als künftiger Alleingesellschafter (oder kontrollierender Gesellschafter) natürlich ein Interesse hat. Die deutsche Terminologie «Freistellung» scheint auf eine solche Qualifikation hinzudeuten. Wir halten indessen die Qualifikation als Garantie für näherliegend, denn die Leistung des Versprechenden (des Verkäufers) lässt sich besser und zwanglos als Schadenersatz verstehen, z.B. hinsichtlich der Berücksichtigung möglicher Herabsetzungsgründe und auch des Erfordernisses des adäquaten Kausalzusammenhangs, wenn neben dem Betrag einer Steuerverbindlichkeit etwa Ersatz für Kosten verlangt wird.

Adressat und Gläubiger der Tax Indemnity ist in der Praxis meist der Käufer. Allerdings wird häufig vereinbart, dass dieser auch Leistung an die betroffene Zielgesellschaft verlangen könne.

3. Was ist von der Tax Indemnity erfasst?

a) Allgemein, Stichtagsabgrenzung

Meist sollen sämtliche Steuerverbindlichkeiten vor dem Closing (oder einem anderen, vertraglich festgehaltenen Stichtag), die in der Stichtagsbilanz nicht oder zu tief ausgewiesen sind, erfasst werden. Dabei geht es nicht um das Fälligkeitsdatum oder den Zeitpunkt einer Steuererklärung, sondern darum, ob der Rechtsgrund für die Steuerverbindlichkeit vor oder bis zum Stichtag eingetreten ist. Weil bei vielen Transaktionen der Tag des Vollzugs das Stichdatum ist, spricht man auch von «*pre-closing tax liabilities*».

Bei einem unterjährigen Stichtag, wenn der vereinbarte Stichtag also nicht auf ein Ende einer steuerlichen Bemessungsperiode fällt, wird die Stichtagsabgrenzung in der Regel wie folgt konkretisiert: Für einmalige oder periodische Steuern, deren Bemessungsperiode vor dem Stichtag beginnt, aber erst nach dem Stichtag endet,[11] wird der Anteil der Steuern, der auf den Zeitraum bis zum Stichtag entfällt, so ermittelt, als wäre die Bemessungsperiode am Stichtag beendet, was auch als «*as if assessment*» bezeichnet wird.

---

11 Im Jargon wird von einer «*straddle period*» gesprochen.

Für einmalige Steuern, die bei einem bestimmten Ereignis geschuldet sind (z.B. Stempelsteuern, Grundstückgewinnsteuern, Zölle) gilt der Zeitpunkt des steuerbegründenden Ereignisses als massgebend. Für Gewinne und Umsätze, die aus Geschäftsvorfällen bis zum Stichtag herrühren, werden die darauf entfallenden Steuerverbindlichkeiten von der Tax Indemnity erfasst. Damit ist gleichzeitig gesagt, dass bei unterjährigem Stichtag für eine präzise Abgrenzung ein Zwischenabschluss erforderlich ist. Für gewisse Steuern und steuerlich relevante Faktoren ist ein *as if assessment* nicht möglich oder nicht sinnvoll, sondern es ist stattdessen eine zeitanteilige Aufteilung vorzunehmen. Dies betrifft etwa wert- oder mengenbezogene Steuern, aber auch etwa Freibeträge. Hinsichtlich der Kapitalsteuer wäre u.E. eine Aufteilung nach dem *as if assessment* sachgerechter, denn der Verkäufer sollte nicht zeitanteilig mit einer Kapitalsteuer belastet werden, welche allenfalls aufgrund von Gewinnen nach dem Stichtag höher ausfällt, als dies aufgrund des am Transaktionsstichtag vorhandenen steuerbaren Kapitals zu erwarten gewesen ist.

Vorsicht ist geboten bei Umstrukturierungen kurz vor dem Closing wie z.B. Carve-out-Transaktionen. In der Praxis werden bei solchen Transaktionen meist Steuervorbescheide (Tax Rulings) eingeholt um Gewissheit über die dadurch zu erwartende steuerliche Belastung zu erlangen und die aus solchen Transaktionen entstehenden Steuerrisiken werden unter dem Aktienkaufvertrag vertraglich einer Partei zugewiesen.

b) Was zählt als «Tax»? Definition von Steuern

M&A-Verträge enthalten oft ausführliche Definitionen, was alles unter den Begriff der Steuer fällt (und damit grundsätzlich von der Tax Indemnity erfasst ist). Insbesondere bei Transaktionen mit Auslandberührung, namentlich, wenn Zielgesellschaften im Ausland steuerpflichtig sind, sollte diese Definition vorsichtshalber einem lokalen Rechts- oder Steuerberater vorgelegt werden (und je nach Interessenlage eng oder weit formuliert werden).

Ein häufiger Verhandlungspunkt betrifft Sozialversicherungsbeiträge. Sie sind nach herrschender Auffassung nicht Steuern im Rechtssinne, sondern eine Abgabe *sui generis*.[12] Allerdings geht es im Unternehmenskaufvertrag nicht um eine abgaberechtlich korrekte Qualifikation, sondern um Risikoallokation. Zwangsabgaben für die Altersvorsorge und andere Sozialversicherungsbeiträge werden in der Praxis häufig zu den «Steuern» gezählt. Manchmal erfasst die Steuerdefinition auch Beiträge an private Pensionskassen.

---

12 Maurer, 379; Egli/Uttinger, Rz. 36; Locher/Gächter, § 63 Rz. 5.

c) Weitere allenfalls von einer Tax Indemnity erfasste Nachteile

Im Vordergrund steht natürlich der Ausgleich von Steuerverbindlichkeiten vor dem Stichtag. Zuweilen wollen die Parteien aber auch weitere steuerliche Nachteile bzw. das Entfallen von steuerlichen Vorteilen im Rahmen der Tax Indemnity erfassen und ausgleichen.[13] In Frage kommen etwa das Nichtbestehen oder die Aberkennung bzw. Reduktion von latenten Steueransprüchen und Steuervorteilen, die sich auf den Zeitraum vor dem Stichtag beziehen. Hierzu wird der Verkäufer manchmal verlangen, dass dafür nur dann Ersatz zu leisten ist, wenn solche verlorenen bzw. nicht realisierbaren Steuervorteile in der Stichtagsbilanz aktiviert worden sind oder in dieser zu einer nicht oder zu tief ausgewiesenen Steuerverbindlichkeit geführt haben. Das ist Verhandlungssache, doch sollte man sich im Klaren sein, dass manche latente Steueransprüche oder andere Steuervorteile unter den anwendbaren Rechnungslegungsvorschriften nicht (oder nur unter gewissen Voraussetzungen) aktiviert werden bzw. aktiviert werden können.[14] Überzeugender als das Abstellen auf einen Ausweis in der Stichtagsbilanz ist u.E. die Argumentation, dass ein Käufer, wenn er einem solchen Vorteil im Rahmen des Kaufpreises einen Wert zugemessen hat, bei dessen Verlust auch entschädigt werden möchte. In der Praxis ist es indessen zuweilen nicht klar, ob der betreffende Posten wirklich in die Kaufpreisbestimmung eingeflossen ist oder nicht. Ein wichtiger Fall solcher Vorteile oder latenter Steuerguthaben sind steuerlich relevante Verlustvorträge (s. dazu nachfolgend, Ziff. III.2.).

Zu erwähnen ist auch der Fall, dass eine Zielgesellschaft allenfalls für Steuerverbindlichkeiten einer Drittpartei (typischerweise einer Konzerngesellschaft des Verkäufers) haftet bzw. mithaftet (s. dazu nachfolgend, Ziff. III.3.).

Zuweilen werden Steuerverbindlichkeiten, die aufgrund der Transaktion selbst entstehen, ebenfalls über die Tax Indemnity zugewiesen. Zu denken ist hier namentlich an Quellensteuern und Sozialversicherungsabgaben (bzw. den Arbeitgeberanteil davon), die entstehen, falls ein Teil des Kaufpreises als Erwerbseinkommen von verkaufenden Mitarbeitern qualifiziert wird, sowie häufig dann, wenn im Rahmen der Transaktion auch Mitarbeiteroptionen abgelöst werden. Schliesslich können auch durch die Transaktion ausgelöste Rechtsverkehrssteuern (z.B. die Umsatzabgabe) von der Tax Indemnity zugewiesen werden.

---

13 In der englischen Vertragspraxis wird dies über fein ziselierte Tax Covenants erfasst.

14 Vgl. bspw. IAS 12.28 ff. zur Aktivierung eines latenten Steuerguthabens für Verlustvorträge unter IFRS.

Zinsen, Geldstrafen und Kosten im Zusammenhang mit allfälligen Verfahren, die sich auf die erwähnten Steuerverbindlichkeiten beziehen, sind meist ebenfalls Teil der Schadloshaltung. Sie werden häufig schon in die Definition von «Steuern» (bzw. «*Taxes*») eingeschlossen.

4. Ausnahmen und Einschränkungen

In der Praxis enthält die typische Tax Indemnity eine Reihe von Ausnahmen und Einschränkungen, die von den allgemeinen Haftungsmodalitäten mindestens zum Teil abweichen und darum in den Verträgen oft separat und spezifisch geregelt werden.

a) Ausweis in der Stichtagsbilanz

Der Grundsatz, dass der Verkäufer nicht für Steuerverbindlichkeiten einstehen soll, die in der Stichtagsbilanz (als Schulden oder Rückstellungen) ausreichend ausgewiesen sind, leuchtet ohne weiteres ein. Er beruht auf dem Gedanken, dass alles, was in der Stichtagsbilanz ausgewiesen ist, auch in den Kaufpreis eingeflossen ist. In der Anwendung sind solche Bestimmungen jedoch nicht immer trivial. Fraglich ist vor allem, ob sich der Verkäufer sämtliche Rückstellungen im Sinne eines Haftungskissens anrechnen lassen darf, oder ob die Ausnahme nur greift, wenn und soweit gerade für die betreffende Steuerverbindlichkeit, für welche die Schadloshaltung beansprucht wird, eine Rückstellung in der Bilanz enthalten war. Nach der Erfahrung der Autoren ist das zweite in der Praxis die häufigere Methode. So darf sich beispielsweise der Verkäufer eine Rückstellung für Gewinnsteuerrisiken nicht anrechnen lassen, wenn zu Tage tritt, dass die Zielgesellschaft in der Vergangenheit Stempelsteuern nicht deklariert und bezahlt hat.

Was in der Stichtagsbilanz erfasst ist, ist zuweilen schwierig festzustellen. Aus der von der Generalversammlung abgenommenen und ggf. geprüften Bilanz (welche oft als Stichtagsbilanz massgebend ist) sind die Steuerrückstellungen nur als Sammelposten ausgewiesen. Es kann daher hilfreich sein, wenn im Rahmen der Steuer-Due Diligence geklärt wird, welche einzelnen Rückstellungen eingeflossen sind und für den Verkäufer kann es entscheidend sein, dies nachweisen zu können, damit er sich auf die Haftungsbefreiung berufen kann.

b) Berücksichtigung in der Equity Bridge?

Wenn Käufer bei ihrer Überleitung vom Unternehmenswert aufgrund ihrer Bewertung zum Eigenkapitalwert (und damit zum Kaufpreis für die Aktien der Zielgesellschaft), also der sog. *Equity Bridge*, Abzüge für Steuerrisiken vor-

nehmen, weil sie diese als «*debt-like items*» behandeln, so gehen diese Posten gerade nicht aus der Stichtagsbilanz hervor. Verkäufer argumentieren aber zu Recht, dass sie dafür nicht einstehen sollten. Dies ist ein (weiterer) guter Grund für den Verkäufer, dass er sich die Equity Bridge des Käufers zeigen und erklären lässt, dann kann er sich in den Verhandlungen zur Tax Indemnity ausbedingen, dass dafür keine Haftung bestehen soll.

c) Möglichkeit der Verrechnung mit Verlustvorträgen

Verkäufer verlangen regelmässig, dass bestehende Verlustvorträge angerechnet werden müssen, d.h. dass bei einer Gewinnaufrechnung (wenn also der steuerbare Gewinn von der Steuerbehörde höher bestimmt wird), die eine Steuerperiode vor dem massgebenden Stichtag betrifft, die bestehenden Verlustvorträge, soweit gesetzlich zulässig, mit den betreffenden Gewinnen verrechnet werden sollen, was die tatsächliche Steuerlast (im Sinne der zu bezahlenden *Cash Tax*) reduziert oder eliminiert. Dies hat allerdings zur Folge, dass die betreffenden Verlustvorträge dann dem Käufer nicht mehr zur Verrechnung mit zukünftigen Gewinnen zur Verfügung stehen. Käufer argumentieren daher oft, die Verlustvorträge seien «mitgekauft» und sollten nicht die Haftung des Verkäufers für Steuerverbindlichkeiten reduzieren. Letztendlich ist dies ein Verhandlungspunkt. Unter dem Gesichtspunkt einer möglichst steuereffizienten Rechtsgestaltung können beide Standpunkte begründet sein.

d) Steuererstattungen und Auflösung von Steuerrückstellungen

Wenn nicht vereinbart wird, dass Steuererstattungen, die sich auf Steuern für die Zeit vor dem Stichtag beziehen, dem Verkäufer zu überweisen sind,[15] dann wird einem Verkäufer doch oft gewährt, dass er sich solche Erstattungen zumindest haftungsmindernd anrechnen lassen darf. Das gleiche trifft zu, wenn die Zielgesellschaft eine bestehende Rückstellung für Steuerrisiken auflösen kann.

e) Vorteilsanrechnung, Regressansprüche, Selbst- und Mitverschulden

Neben diesen für Tax Indemnities spezifischen Ausnahmen und Einschränkungen werden regelmässig Reduktionsgründe vereinbart, die im Wesentlichen haftpflichtrechtlichen Grundsätzen entsprechen. Dabei kommt namentlich die Vorteilsanrechnung in Frage, d.h. wenn gerade aufgrund einer höheren Steuerverbindlichkeit, für welche Entschädigung verlangt wird, die Zielgesellschaft (oder der Käufer) finanzielle Vorteile (insb. Steuervorteile) erlangt, so

15 Siehe dazu hinten bei Ziff. VII.

sollen diese bei der Haftung angerechnet werden. In Frage kommt dabei z.B. eine tiefere Steuerbelastung nach dem Stichtag aufgrund längerer Abschreibungsperioden (und dadurch höheren Abschreibungen), wenn Abschreibungen vor dem Stichtag von den Steuerbehörden nicht akzeptiert werden.

Auch allfällig bestehende Rückgriffansprüche gegenüber Dritten vermindern regelmässig die Haftung des Verkäufers, soweit diese Rückgriffansprüche erfolgreich sind. Gewisse typischerweise vereinbarten Reduktions- oder Ausschlussgründe lassen sich sodann unter dem Konzept des Selbst- oder Mitverschuldens qualifizieren. Dies trifft etwa zu, wenn die Zielgesellschaft es unterlässt, Rechte oder Einreden und Einwendungen geltend zu machen, wenn die Steuerverbindlichkeit, für welche Entschädigung verlangt wird, durch Reorganisationen oder andere Handlungen, welche rückwirkende Effekte haben, (mit)verursacht wurde oder wenn eine bestehende Praxis der Zielgesellschaft geändert wird (z.B. um diese mit der Praxis im Konzern der Käuferin anzugleichen). Ist eine bestehende Praxis der Zielgesellschaft hingegen rechtswidrig, so sollte es dem Käufer nicht zum Nachteil gereichen, wenn er diese ändert. Besteht eine Anzeigepflicht, so kann vom Käufer auch nicht verlangt werden, dass er bzw. die Zielgesellschaft diese verletzt. Umgekehrt darf der Käufer nicht freiwillig eine steuerlich nachteilige Behandlung akzeptieren und deren Kosten unter der Tax Indemnity vom Verkäufer einfordern. Hierbei können sich allerdings heikle Abgrenzungsfragen stellen, wenn die Beurteilung der Praxis der Zielgesellschaft rechtlich nicht gesichert, aber allenfalls vertretbar ist.

III. Besondere Fälle

1. Altreserven

Altreserven sind ein Beispiel latenter Steuerverbindlichkeiten der Zielgesellschaft, die sich erst nach dem Closing manifestieren. Beim Erwerb einer Schweizer Zielgesellschaft sind sie ein häufiges Thema. So unterliegen die im Zeitpunkt des Closings handelsrechtlich ausschüttungsfähigen Reserven der Zielgesellschaft bis zur Höhe ihrer nicht betriebsnotwendigen Mittel weiterhin dem Verrechnungssteuerrückerstattungssatz des Verkäufers, falls der Käufer in einer besseren Verrechnungssteuerrückerstattungsposition ist.[16] Beschliesst der Käufer nach dem Vollzug die Ausschüttung von Dividenden aus der Zielgesellschaft, unterliegen die so ausgeschütteten Altreserven einer Ver-

[16] BGE 147 II 338; Urteil des Bundesgerichts 2C_354/2018 vom 20. April 2020; vgl. auch Oesterhelt, 106 f.

rechnungssteuerbelastung, die durch den Verkäufer «verursacht» wurde. Mithin erwirbt der Käufer mit der Zielgesellschaft latente Verrechnungssteuerverbindlichkeiten, die ihm alleine nicht anfallen würden.

Das Vorhandensein von Altreserven sollte in der Steuer-Due Diligence festgestellt werden. Falls diese früh genug festgestellt werden, können sie – gleich wie übrige latente Steuerverbindlichkeiten – bereits bei der Preisfestsetzung berücksichtigt werden.

Es kommt jedoch regelmässig vor, dass die Parteien eine spezifische Indemnity für Altreserven in den Aktienkaufvertrag aufnehmen, zum Beispiel, wenn Uneinigkeit über die Höhe der latenten Verrechnungssteuerverbindlichkeiten aus Altreserven besteht

Von der üblichen Tax Indemnity werden Verrechnungssteuern, die aufgrund von Altreserven nicht an den Käufer zurückerstattet wurden, regelmässig nicht erfasst. Obwohl argumentiert werden kann, dass es sich hierbei um Steuern der Zielgesellschaft handelt,[17] manifestiert sich die Verweigerung der Rückerstattung der Verrechnungssteuer erst, wenn die Altreserven nach dem Closing ausgeschüttet werden. Wenn also die Definition von «Steuern» (bzw. «Taxes»; vgl. vorne bei Ziff. II.3.b)) nicht ausdrücklich latente Steuerverbindlichkeiten einschliesst, dürften nicht rückerstattete Verrechnungssteuern auf Ausschüttungen der Zielgesellschaft an den Käufer nach dem Closing in der Regel von einer üblichen Tax Indemnity nicht abgedeckt sein.

2. Verlustvorträge

Wie vorne unter Ziff. II.4.c) erwähnt, besteht nicht selten der Verhandlungspunkt, ob eine Steueraufrechnung, die mit Verlustvorträgen der Zielgesellschaft verrechnet wird, dennoch zu einem Entschädigungsanspruch des Käufers führen soll.

Weitergehend könnte sich der Käufer auch eine Schadloshaltung ausbedingen, falls (bspw. im Rahmen der Steuer-Due Diligence) festgestellte Verlustvorträge der Zielgesellschaft(en) nicht bestehen. Bei Schweizer Zielgesellschaften ist der genaue Bestand von Verlustvorträgen im Einzelnen schwierig festzustellen, denn Verlustvorträge werden durch die Steuerbehörden in der Regel nicht mit Verfügungen festgesetzt,[18] wodurch der Steuerpflichtige erst mit Sicher-

17 Konzeptionell trägt die Verrechnungssteuer nämlich der Empfänger der steuerbaren Leistung aufgrund der zwingenden Überwälzung (Art. 14 Abs. 2 des Bundesgesetzes über die Verrechnungssteuer vom 13. Oktober 1965 [Verrechnungssteuergesetz, VStG, SR 642.21]).

18 Urteil des Bundesgerichts 9C_134/2024 vom 22. August 2024 E. 2.2.

heit weiss, dass die Verlustvorträge bestanden haben, wenn sie rechtskräftig zur Verrechnung gebracht wurden. Diesen Unsicherheiten kann auf verschiedene Weise begegnet werden. So kann sich der Käufer verpflichten dem Verkäufer eine zusätzliche Zahlung zu leisten, falls die Zielgesellschaft die Verlustvorträge effektiv nutzen kann. Alternativ könnte sich auch der Verkäufer verpflichten, den Käufer schadlos zu halten, falls die Verlustvorträge nicht genutzt werden können.

3. Haftung für Steuern anderer Personen

Die Tax Indemnity sollte mit Vorteil so formuliert werden, dass auch der Fall abgedeckt ist, dass die Zielgesellschaft nach dem Vollzug für Vorstichtagssteuern *anderer Personen* haftbar gemacht wird. Aus Sicht des Schweizer Steuerrechts ist dabei insbesondere an nachfolgende Konstellationen zu denken.

a) Solidarische Haftung

Eine Zielgesellschaft kann solidarisch für Steuern anderer Personen haften. Beispiele im Schweizer Steuerecht sind die solidarische Haftung für Gewinnsteuerfolgen bei einer Sperrfristverletzung nach einer Vermögensübertragung im Konzern (Art. 61 Abs. 4 DBG), die solidarische Haftung für hinterzogene Steuern (Art. 177 Abs. 1 DBG) und die solidarische Haftung für die Ergänzungssteuer, bis zur Höhe der ihr zuzurechnenden Steuer für Geschäftseinheiten einer grossen multinationalen Unternehmensgruppe (Art. 6 MindStV).

b) Steuersukzession und Steuersubstitution

Bei der Steuersukzession tritt ein Steuerpflichtiger in das Steuerrechtsverhältnis eines anderen Steuerpflichtigen ein und haftet entsprechend auch für die Steuern dieser Person.[19] Im Schweizer Gewinnsteuerrecht tritt die Steuersukzession lediglich bei der Übertragung sämtlicher Aktiven und Passiven mit anschliessendem Untergang des übertragenden Rechtsträgers ein (Art. 54 Abs. 3 DBG).[20] Auf die Mehrwertsteuersukzession wird nachfolgend unter Ziff. VIII.2. eingegangen.

Bei der Steuersubstitution hat nicht der Steuerpflichtige, sondern eine andere Person, die sich aus dem Steuerrechtsverhältnis ergebenden Steuer- und Verfahrenspflichten wahrzunehmen.[21] Eine Zielgesellschaft kann zum Beispiel

19 Reich, § 5 Rz. 35 f.
20 Oesterhelt/Schreiber, Art. 54 Rz. 40.
21 Reich, § 5 Rz. 29 ff.

Steuersubstitut sein für die auf dem Honorar ihrer ausländischen Verwaltungsräte zu bezahlenden Quellensteuern (Art. 5 Abs. 1 lit. b i.V.m. Art. 93 Abs. 1 und Art. 100 Abs. 2 DBG).

c) Steuerregress bei der Verrechnungssteuer

Wenn die Verrechnungssteuer nicht durch entsprechende Kürzung der der Verrechnungssteuer unterliegenden Leistung überwälzt wurde (Art. 14 Abs. 2 VStG) hat der Verrechnungssteuerschuldner eine entsprechende öffentlich-rechtliche Regressforderung gegenüber dem Empfänger der steuerbaren Leistung auf nachträgliche Überwälzung der Verrechnungssteuer.[22]

Relevant werden kann dies insbesondere dann, wenn nachträglich verdeckte Gewinnausschüttungen zwischen Konzerngesellschaften festgestellt werden, die Empfängerin einer solchen verdeckten Gewinnausschüttung aber zwischenzeitlich veräussert wurde. Die verrechnungssteuerpflichtige Gesellschaft wird dann möglicherweise versuchen, ihre Regressforderung auf Überwälzung der Verrechnungssteuer gegen die Zielgesellschaft durchzusetzen, also die auf der verdeckten Gewinnausschüttung nicht zurückbehaltene Verrechnungssteuer vom Empfänger der steuerbaren Leistung zurückzufordern.

Diese Konstellation sollte von einer Tax Indemnity ebenfalls erfasst werden, wobei bei deren Redaktion der Besonderheit Rechnung zu tragen ist, dass es sich hier gerade nicht um eine Steuerschuld der Zielgesellschaft handelt, denn verrechnungssteuerpflichtig ist die Regressgläubigerin (Art. 10 VStG).

IV. Die Tax Indemnity bei Locked Box-Transaktionen und bei Preisanpassung auf den Vollzugstag

1. Bei Locked Box-Transaktionen

a) Locked Box-Date als Stichtag

Wie bereits vorne erwähnt,[23] setzt die Anwendung der Tax Indemnity eine Stichtagsabgrenzung voraus. Bei Locked Box-Transaktionen ist in aller Regel kein Abschluss bzw. Zwischenabschluss auf den Vollzugstag hin vorgesehen und es bietet sich an, als Stichtag das Locked Box-Datum zu verwenden. Da ohnehin der Locked Box-Abschluss auf dieses Datum hin erstellt wird bzw.

---

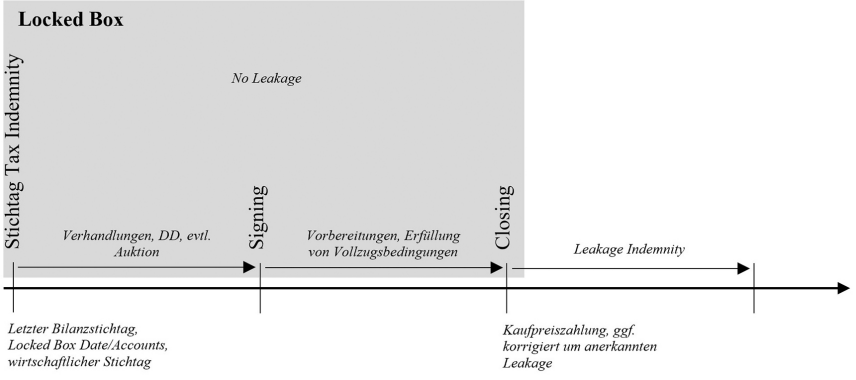
22 Vgl. zum Ganzen: Brandner/Broger, 273 ff.

23 Siehe Ziff. II.1.

wurde, kann dieser Abschluss oder Zwischenabschluss gleichzeitig als Stichtagsabschluss für die Tax Indemnity dienen. Für die Stichtags-Gewinnermittlung für die Zwecke der Tax Indemnity ist dann der Locked Box-Abschluss massgebend. Ein weiterer Vorteil ist die Kongruenz der steuerlichen Aspekte mit demjenigen Abschluss, der der Bewertung der Zielgesellschaft durch den Käufer zugrunde liegt und den der Käufer daher in der Regel im Rahmen der Due Diligence sorgfältig geprüft hat. Der Käufer trägt das Risiko der Steuerverbindlichkeiten, die seit dem Locked Box-Datum entstehen. Dies steht im Einklang mit dem Gedanken, dass das Locked Box-Datum einen wirtschaftlichen Stichtag darstellt und Erträge und Aufwendungen seit dem Locked Box-Datum grundsätzlich dem Käufer zustehen. Allerdings werden auch bei Locked Box-Transaktionen die Zusicherungen meist auf den Zeitpunkt des Vertragsschlusses und teilweise auch auf den Vollzugszeitpunkt abgegeben.

Der Schutz des Käufers hinsichtlich Steuerrisiken für die Periode seit dem Locked Box-Datum ist grundsätzlich auf den Schutz aus den *Tax Warranties* beschränkt. Hin und wieder wird aber auch die Tax Indemnity ausgedehnt auf Steuerverbindlichkeiten, die seit dem Locked Box-Datum aus bestimmten Sachverhalten oder aus Geschäftsvorfällen ausserhalb des normalen und ordentlichen Geschäftsbetriebes entstanden sind.

Die Anwendung der Tax Indemnity auf das Locked Box-Datum im zeitlichen Ablauf kann wie folgt dargestellt werden:



b) Stichtag später als das Locked Box-Datum

Auch bei Locked Box-Transaktionen kann ein Zeitpunkt nach dem Locked Box-Datum als massgebender Stichtag für Zwecke der Tax Indemnity vereinbart werden. Für eine echte Abgrenzung setzt dies aber voraus, dass auf diesen Tag eine Gewinnermittlung vorgenommen, also ein (Zwischen-)Abschluss

erstellt wird. Die Mehrzahl der Locked Box-Transaktionen beruhen auf einem Abschluss, der beim Vertragsschluss nur einige Monate alt ist und nach der Erfahrung der Autoren sind daher spätere Stichtage für Zwecke der Tax Indemnity eher unüblich. Wird ein späterer Stichtag gewählt, sollte darauf geachtet werden, dass die Tax Indemnity auch Steuerverbindlichkeiten umfasst, die sich auf die Zeit *vor* dem Locked Box-Datum beziehen, aber nicht im Locked Box-Abschluss ausgewiesen sind, selbst wenn sie zwischen dem Locked Box-Datum und dem späteren Stichtag für die Tax Indemnity getilgt worden sind.

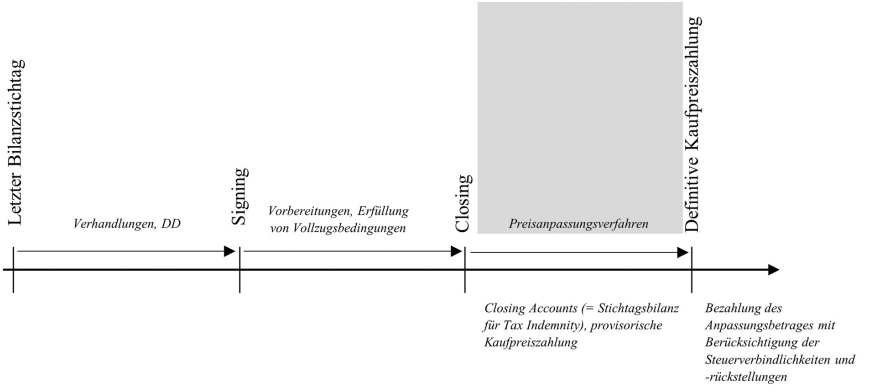
2. Bei Preisanpassung auf den Vollzugstag (Closing Accounts)

Wenn eine Preisanpassung an Closing Accounts, also an einen Zwischenabschluss per Vollzugstag, vereinbart wird und der Preis an das Eigenkapital per Closing angepasst wird, ist der Stichtag für die Tax Indemnity das Vollzugsdatum bzw. das Datum der Closing Accounts. Steuerverbindlichkeiten sind dann von der Tax Indemnity ausgenommen, wenn sie in den Closing Accounts passiviert sind und damit den Preis reduzieren. Entsprechend sollte der Vertrag Regeln für die Erfassung und Abgrenzung von Steuerverbindlichkeiten für die Closing Accounts aufstellen.

Wird der Kaufpreis nur an die Netto(finanz-)verbindlichkeiten sowie an ein normalisiertes Nettoumlaufvermögen (Net Working Capital; NWC) angepasst,[24] wie dies häufig geschieht, so sind die Steuerverbindlichkeiten dann in der Preisanpassung berücksichtigt, wenn und soweit sie im NWC oder als Finanzverbindlichkeit berücksichtigt sind. Nicht selten sieht die Definition von «Debt» oder «Indebtedness» (Finanzverbindlichkeiten) für die Zwecke der Preisanpassung vor, dass darin alle Steuerverbindlichkeiten eingeschlossen sind. Auf diese Weise werden Steuerverbindlichkeiten über die Preisanpassung ausgeglichen. Entsprechend muss die Tax Indemnity dann umgekehrt all jene Steuerverbindlichkeiten ausschliessen, die in die Preisanpassung per Vollzugstag eingeflossen sind.

[24] Das heisst an den Saldo von Finanzverbindlichkeiten und Liquidität sowie an ein im Vertrag vereinbartes Ziel-Nettoumlaufvermögen.

Der zeitliche Ablauf lässt sich wie folgt darstellen:



V. Modalitäten und Verfahren der Ansprüche

1. Zeitliche Beschränkungen

In der Vertragspraxis werden die zeitlichen Beschränkungen für Ansprüche aus der Tax Indemnity sinnvollerweise kongruent ausgestaltet mit den zeitlichen Beschränkungen von Ansprüchen aus Tax Warranties. Regelmässig sind in Aktienkaufverträgen Bestimmungen anzutreffen, wonach die Ansprüche aus der Tax Indemnity für bestimmte Steuerverbindlichkeiten der Zielgesellschaft längstens bis einige (i.d.R. drei bis sechs) Monate nach deren rechtskräftiger Festsetzung oder bis zum Eintritt der Verjährung der entsprechenden Steuerverbindlichkeiten greift. Dem liegt der Gedanke zugrunde, dass die Schadloshaltung solange wirksam sein soll, wie die Zielgesellschaft dem Risiko von Steueransprüchen ausgesetzt ist, aber auch nicht länger. Stärker im Interesse des Verkäufers liegen Regelungen, die diese Beschränkungen mit einer absoluten Frist ab dem Vollzugstag kombinieren.

Im Schweizer Steuerrecht sind die anwendbaren Verjährungsfristen teilweise sehr lang. So liegt die Festsetzungsverjährung für die Gewinnsteuer grundsätzlich bei fünf Jahren nach Ablauf einer Steuerperiode (Art 120 Abs. 1 DBG), wobei die Verjährungsfrist aber stillstehen kann und zudem durch Unterbrechungshandlungen auf bis zu fünfzehn Jahre verlängert werden kann (Art. 120 Abs. 4 DBG). Zudem können die zuständigen Steuerbehörden Nachsteuerverfahren bis zu zehn Jahren nach Ende der Steuerperiode einleiten (Art. 152 Abs. 1 DBG), wobei die diesbezüglichen Hürden relativ tief sind. Für die Verrechnungssteuer und die Stempelabgaben gilt ebenfalls eine Festsetzungsver-

jährung von fünf Jahren nach Ablauf des Kalenderjahres (Art. 17 Abs. 1 VStG, Art. 30 Abs. 1 StG) wobei keine absoluten Verjährungsfristen bestehen. Zudem besteht für die Geltendmachung von nicht entrichteten Verrechnungssteuern und Stempelabgaben eine parallele Anspruchsgrundlage in Art. 12 VStrR; der diesbezügliche Anspruch verjährt sieben Jahre nach Tatbegehung (Art. 12 Abs. 4 i.V.m. Art. 11 VStrR).[25]

Weiter zu beachten ist die «rechtskräftige Festsetzung» von Steuern. Steuerveranlagungen werden formell rechtskräftig, sobald sie nicht mehr mit ordentlichen Rechtsmitteln angefochten werden können.[26] Die materielle Rechtskraft im Sinne der Rechtsbeständigkeit ist bei Steuerveranlagungen – als verwaltungsrechtliche Verfügungen – viel schwächer als bspw. bei Zivilurteilen, von welchen der Begriff der Rechtskraft entlehnt wurde.[27] So sind denn auch die Hürden, um ein Nachsteuerverfahren einzuleiten, also die Veranlagungsverfügung zu Ungunsten des Steuerpflichtigen abzuändern, sehr tief, insbesondere im Gewinnsteuerrecht. Gemäss der bundesgerichtlichen Rechtsprechung gelten Bilanzierungsfehler als «meistens» nicht erkennbar und können daher bei Entdeckung als neue Tatsache gelten, welche die Eröffnung eines Nachsteuerverfahrens erlauben.[28] Entsprechend muss ein Käufer einer Schweizer Zielgesellschaft mit der Möglichkeit rechnen, dass die Steuerverwaltung noch während zehn Jahren nach Ablauf der jeweiligen Steuerperiode auf Steuerveranlagungen vor dem Vollzug zurückkommen und Steuern neu festsetzen kann.

Diese langen Verjährungsfristen im Schweizer Steuerrecht, führen dazu, dass Zielgesellschaften noch für weit zurückliegende Steuerforderungen belangt werden können. Dies gilt es bei der Verhandlung über zeitliche Beschränkungen von Tax Indemnities zu berücksichtigen.

2. Haftungslimiten

Wie auch für die Haftung aus Gewährleistung werden in der Praxis häufig Höchstbeträge für die Haftung unter Tax Indemnities vereinbart. Typischerweise liegt der Höchstbetrag aber deutlich höher als die üblichen Haftungsobergrenzen für Gewährleistungen zum Vermögen und den wirtschaftlichen und finanziellen Verhältnissen des Zielunternehmens und Freibeträge kommen meist nicht zur Anwendung.

---

25 Vgl. Urteil des Bundesgerichts 2C_822/2021 vom 26. Januar 2022 E. 5.1.2.

26 Zweifel/Beusch/Hunziker/Seiler, § 40 Rz. 3.

27 Vgl. zur Diskussion im allgemeinen Verwaltungsrecht bspw. Häfelin/Müller/Uhlmann, Rz. 1093 ff.

28 Urteil des Bundesgerichts 2C_3/2009 vom 4. August 2009 E. 2.4.

3. Verantwortung für Steuererklärungen

Zuweilen wird im Kaufvertrag im Zusammenhang mit der Tax Indemnity bereits eine Regelung hinsichtlich der Erstellung der Steuererklärungen der Zielgesellschaft(en) getroffen. Dabei wird typischerweise vorgesehen, dass der Verkäufer, bzw. die Zielgesellschaft(en) unter seiner Kontrolle, für das Erstellen und Einreichen aller Steuerklärungen, die bis zum Vollzug einzureichen sind, verantwortlich bleibt. Dem Käufer wird aber häufig ein Recht auf vorgängige Durchsicht und Konsultation gewährt und manchmal wird zusätzlich vereinbart, dass in den Steuererklärungen bis zum Vollzug keine Position in einem für den Käufer (bzw. für die Zeit nach dem Vollzug) nachteiligen Sinne eingenommen oder neu eingenommen werden darf. Umgekehrt ist es ab dem Vollzugstag meistens der Käufer bzw. die Zielgesellschaft(en) unter seiner Herrschaft, die für die einzureichenden Steuererklärungen verantwortlich ist. Soweit jedoch Steuererklärungen für die von der Tax Indemnity erfassten Perioden betroffen sind, wird dem Verkäufer häufig ein Recht auf vorgängige Prüfung und Konsultation eingeräumt, manchmal sogar ein (eingeschränktes) Weisungsrecht für von der Tax Indemnity erfasste Themen.

4. Mitwirkungsrechte

Damit der Verkäufer mit dem im Rahmen der Tax Indemnity übernommenen Risiko angemessen umgehen kann, werden ihm als der entschädigungspflichtigen Partei im Kaufvertrag regelmässig weitgehende Informations-, Konsultations- und Mitwirkungsrechte bei Steuerprüfungen und -verfahren zugestanden. Es ist nicht unüblich, dass dem Verkäufer das Recht zugestanden wird, (auf eigene Kosten) Verfahren zu führen, Vertreter zu ernennen und instruieren sowie Rechtsmittel zu ergreifen. Manchmal wird dies an die Bedingung geknüpft, dass der Verkäufer bei einem negativen Ausgang seine Haftung ausdrücklich anerkennt oder dass die Mitwirkungsrechte dann ihre Grenze finden, wenn der Ausgang des Verfahrens Konsequenzen über den Einzelfall hinaus und für die Zeit nach dem Closing hat. Diese Bestimmungen sehen meist auch vor, dass der Käufer bzw. die Zielgesellschaft unter seiner Herrschaft einem Vergleich oder einer Anerkennung nur mit Zustimmung des (entschädigungspflichtigen) Verkäufers zustimmen darf, zumindest dann, wenn der Ausgang des Verfahrens keine Auswirkungen auf die Zeit nach dem Vollzug hat.

VI. Was bleibt für Tax Warranties und braucht es sie noch?

1. Unterschiede

Auch wenn Aktienkaufverträge für Unternehmenskäufe eine typische Tax Indemnity beinhalten, sehen sie trotzdem regelmässig zusätzlich auch Zusicherungen zu Steuerthemen (*Tax Warranties*) vor. Dabei entsteht eine gewisse Überlappung: Immer dann, wenn die Folge einer Zusicherungsverletzung in einer Steuerverbindlichkeit für die Zeit bis zum Stichtag besteht, ist die dadurch bedingte Vermögenseinbusse auch von der Tax Indemnity erfasst. Für den Käufer stellt die Tax Indemnity meist den vorteilhafteren Rechtsbehelf dar, denn eine Offenlegung oder Kenntnis führt nicht zum Anspruchsverlust und meist sind die Anzeigeobliegenheiten grosszügiger. Weiter besteht der Vorteil aus Käufersicht darin, dass die Tax Indemnity spezifisch einen Anspruch auf Erstattung der Steuerverbindlichkeit verleiht, während die Verletzung von Tax Warranties zu Schadenersatz- oder Minderungsansprüchen führen.[29] Die Frage, ob die betreffende Steuerverbindlichkeit zu einem Minderwert führt bzw. ersatzfähigen Schaden im Sinne des Obligationenrechts (oder im Sinne einer vertraglichen Modifikation davon) darstellt, braucht nicht geprüft zu werden.

Tax Warranties sind aus verschiedenen Gründen weiterhin sinnvoll: Der Käufer erlangt dadurch eine belastbare Gewissheit darüber, dass die zugesicherten steuerlich relevanten Umstände der Zielgesellschaft(en) zutreffen. Die Zusicherungen zwingen im Verhandlungsprozess den Verkäufer zu Offenlegungen (in einem Disclosure Letter oder im Datenraum), mit denen sich der Käufer dann gezielt auseinandersetzen kann. Er kann einschätzen, wie steuerliche Belange bei der Zielgesellschaft gehandhabt werden und allenfalls Abhilfemassnahmen für die Zukunft planen. Verletzungen der Zusicherungen zu Steuerthemen können auch dazu führen, dass *zukünftige* Steuerverbindlichkeiten entstehen oder dass andere Kosten oder anderer Aufwand entsteht, die von der Tax Indemnity nicht erfasst sind. Soweit diese ersatzfähigen Schaden darstellen, besteht bei verletzten Zusicherungen über den allgemeinen vertraglichen Gewährleistungsrechtsbehelf[30] ein Schutz für den Käufer.

---

29 Meist dürfte allerdings eine Steuerverbindlichkeit, welche bei zusicherungsgemässem Zustand nicht bestünde, zwanglos als zu ersetzender Schaden zu qualifizieren sein.

30 Dieser besteht bei Gewährleistungsverletzung in Unternehmenskaufverträgen meist nicht in Wandlung und Minderung, sondern in der Regel in einem (ggf. vertraglich modifizierten) Schadenersatzanspruch. Der ersatzpflichtige Schaden ist grundsätzlich die Vermögensdifferenz zu dem Vermögensstand des Zielunternehmens und des Käufers bei angenommener Einhaltung der Zusicherung. Einzelheiten werden aber nicht selten verhandelt, z.B. betr. Ausschluss des Ersatzes für gewisse Schadensarten.

Zudem eignen sich Tax Warranties, um eher formelle Aspekte wie die Einhaltung der Tax Compliance zuzusichern. Ein Nichtzutreffen solcher Sachverhalte führt nicht zwingend zu höheren Steuerverbindlichkeiten und kann daher nicht mit einer Tax Indemnity abgedeckt werden. Dennoch können sie je nach Situation erheblichen Aufarbeitungsaufwand für den Käufer schaffen.

2. Beispiele

Typische Beispiele von Zusicherungen zu Steuerthemen, die neben einer Tax Indemnity vor allem im Hinblick auf die Offenlegung von Steuerrisiken verlangt werden:

- Bezahlung/Rückstellung sämtlicher geschuldeter bzw. aufgelaufener Steuern per Stichtag;
- Rückbehalt und Abrechnung von Quellensteuern auf geschuldeten quellensteuerpflichtigen Zahlungen;
- keine Steuerverfahren oder Buchprüfungen hängig oder angekündigt;
- Transaktionen mit nahestehenden Personen entsprechen dem Drittvergleichsgrundsatz;
- Steuerpflicht in keiner Jurisdiktion, ausser der Sitzjurisdiktion(en) der Zielgesellschaft(en) / ausser in jenen Jurisdiktionen, in denen bereits Steuererklärungen eingereicht werden;
- keine bzw. nur die offen gelegten Steuervorbescheide oder Leistungsvereinbarungen für Steuererleichterungen.

Bei den folgenden Zusicherungen geht es dagegen primär um die Einhaltung von Steuerpflichten verfahrensrechtlicher Natur:

- fristgerechte Einreichung formell und inhaltlich korrekter Steuererklärungen;
- Einhaltung der Verpflichtungen zu Meldungen an Steuerbehörden, beispielsweise mit Bezug auf den Austausch länderbezogener Berichte (Country-by-Country-Reporting);
- vollständige und richtige Verrechnungspreisdokumentation;
- vollständige und richtige Mehrwertsteuerdokumentation.

VII. Steuergutschriften und -erstattungen

Als Pendant zu einer allgemeinen Tax Indemnity des Verkäufers verlangen Verkäufer manchmal, dass ihnen (als nachträgliche Preiserhöhung) allfällige Steuererstattungen der Zielgesellschaft(en) zustehen, welche sich auf die Periode vor dem Stichtag beziehen. Dem Gedanken der Stichtagsabgrenzung fol-

gend ist dies konsequent. Gutschriften und Erstattungen sollen aber nur dann dem Verkäufer zugutekommen, wenn sie nicht bereits im Kaufpreis berücksichtigt wurden bzw. wenn sie in der Stichtagsbilanz nicht aktiviert oder zur Verminderung von Verbindlichkeiten berücksichtigt worden sind. Als Steuererstattung angesehen werden kann auch die Möglichkeit der Auflösung von Rückstellungen, die mit Rücksicht auf Steuerrisiken gebildet worden sind. Auch aus diesem Grund ist es für Käufer empfehlenswert, Klarheit über die bestehenden Steuerrückstellungen der Zielgesellschaften zu erlangen. Unter Umständen können solche Klauseln zu langandauerndem Monitoring auf der Seite des Käufers bzw. einem gewissen Nachverfolgungsaufwand des Verkäufers führen, denn Erstattungen oder die Auflösung von Steuerrückstellungen können allenfalls lange nach dem Closing erfolgen.

VIII. Besonderheiten beim Asset Deal

Die typische Tax Indemnity mit Stichtagsabgrenzung ist beim Share Deal zentral, weil eine Zielgesellschaft, d.h. ein Steuersubjekt übernommen wird. Dies ist beim Asset Deal gerade nicht der Fall. Für die Steuerverbindlichkeiten bleibt die Verkäuferin haftbar. Der Vollständigkeit halber wird nachfolgend kurz auf die Situation bei Asset Deals eingegangen:

1. Grundsätzlich keine Übernahme von Steuerverbindlichkeiten

Beim Asset Deal gilt im Schweizer Steuerrecht der Grundsatz, dass die Steuerverbindlichkeiten für die Periode bis zum Stichtag nicht übernommen werden, sondern beim Verkäufer bleiben. Dass keine bzw. nur bestimmte Verbindlichkeiten übernommen werden sollen, ist häufig gerade ein Motiv für einen Asset Deal. In der Vertragspraxis werden die vom Käufer zu übernehmenden Verbindlichkeiten abschliessend im Kaufvertrag vereinbart und alle anderen Verbindlichkeiten sollen nach dem Willen der Parteien meist beim Verkäufer verbleiben.

Obwohl also meist gar keine Übernahme von Steuerverbindlichkeiten erfolgt, werden in der Praxis regelmässig gegenseitige Schadloshaltungen vereinbart, wonach der Verkäufer den Käufer schadlos hält, falls dieser für nicht übernommene Verbindlichkeiten in Anspruch genommen werden sollte und umgekehrt der Käufer den Verkäufer schadlos hält, falls der Verkäufer für übernommene Verbindlichkeiten in Anspruch genommen wird. Dabei wird manchmal auch eine Übernahme im externen Verhältnis mit interner Erstattungspflicht vereinbart (z.B. bei Vertragsübertragungen). Auch für diejenigen Fälle, für welche das Gesetz extern eine Haftung bei Betriebsübergang vorsieht (z.B. aus

Art. 333 Abs. 3 OR für die Forderungen von Arbeitnehmern), wird oft im internen Verhältnis eine Erstattung bzw. Schadloshaltung vereinbart. Bei der Vermögensübertragung können auch Steuerverbindlichkeiten übertragen werden. Die Schadloshaltung der übertragenden Partei (die allenfalls aufgrund der weiterbestehenden Solidarhaftung gemäss Art. 75 Abs. 1 FusG in Anspruch genommen wird) durch die übernehmende Partei folgt schon aus der Übernahme der Schuld im Rahmen der Vermögensübertragung. Diese Regeln gelten grundsätzlich auch für Steuerverbindlichkeiten.

2. Mehrwertsteuersukzession

Bei Asset Deals wird die Mehrwertsteuersukzession (Art. 16 Abs. 2 MWSTG) regelmässig besonders adressiert. Grund hierfür ist ein jüngerer Entscheid des Bundesgerichts, worin entschieden wurde, dass die Mehrwertsteuersukzession nach Art. 16 Abs. 2 MWSTG auch bei der Übertragung eines Teilvermögens Anwendung findet und zwar auch dann, wenn der übertragende Rechtsträger nach der Veräusserung bestehen bleibt.[31] Die Eidgenössische Steuerverwaltung sieht die Geltung des Entscheids zwar nur für Übertragungen zwischen verbundenen Gesellschaften[32] – was sich aus dem zitierten Entscheid so nicht ergibt.

Vorsichtige Käufer sollten daher im Asset Purchase Agreement eine Tax Indemnity für Pre-Closing-Mehrwertsteuerverbindlichkeiten im Zusammenhang mit den erworbenen Vermögenswerten vorsehen. Ebenso sollte der Kaufvertrag Kooperationspflichten des Verkäufers enthalten – durch die Steuersukzession tritt der Käufer nämlich integral in die Mehrwertsteuerposition des Verkäufers und damit auch in alle verfahrensrechtliche Pflichten des Veräusserers ein. Mitwirkungspflichten gegenüber der Steuerverwaltung, zum Beispiel bei einer Buchprüfung, können aber unter Umständen nur mit Unterstützung des Verkäufers erfüllt werden.

3. Liegenschaftssteuern

Bei Asset Deals, welche Immobilien beinhalten, ist zu beachten, dass ungefähr die Hälfte der Kantone kantonale oder kommunale Liegenschaftssteuern kennen, die i.d.R. nur einmal pro Jahr erhoben werden.[33] Steuerpflichtig ist jeweils der Eigentümer der Liegenschaft zu Beginn bzw. am Ende des Jahres. Sinnvol-

31 BGE 146 II 73 ff.; s. dazu Vogelsang, 630 ff.
32 MWST-Info Nr. 11, Ziff. 9.1.
33 Vgl. die Übersicht bei Kocher, § 28 Rz. 105 ff.

lerweise ist im Kaufvertrag bei unterjährigem Verkauf die Liegenschaftssteuer zeitanteilig zwischen Käufer und Verkäufer aufzuteilen.

IX. Tax Warranties und Indemnities und W&I-Versicherung

Sowohl steuerliche Zusicherungen wie Schadloshaltungsvereinbarungen für Steuerverbindlichkeiten sind heute auf dem Markt für Warranty & Indemnity-Versicherung (W&I-Versicherung) für M&A-Transaktionen versicherbar. Allerdings gibt es einige bedeutende Inkongruenzen zwischen dem Versicherungsschutz und dem Schutz, den eine typische Tax Indemnity und typische Steuer-Zusicherungen gewähren.[34]

So übernehmen die Versicherungen nach der gegenwärtigen Praxis meist nur Risiken, über welche der Käufer bzw. dessen Deal Team keine Kenntnis haben. Dabei werden die Due Diligence-Erkenntnisse aus der Steuer-Due Diligence als bekannt behandelt. Für bekannte Steuerrisiken bleibt die Frage der vertraglichen Allokation daher als Verhandlungsthema bei den Parteien. Dazu kommt, dass der Begriff des «bekannten Risikos» natürlich etwas unscharf ist.

Weiter bestehen nach der Versicherungspraxis häufige Ausschlüsse von der Deckung für folgende Themen, die unter dem Gesichtspunkt der Allokation von Steuerrisiken bedeutend sein können:

- Transfer Pricing, d.h. die Frage, ob konzerninterne Verrechnungspreise den steuerlichen Anforderungen an den Drittvergleich standhalten;
- Verlust oder Nichtbestand von *«Tax Assets»* (typischerweise inkl. Verlustvorträge);
- Zölle;
- OECD-Mindestbesteuerung (Pillar 2);
- weitere, spezifische Ausnahmen je nach Art der Transaktion und der involvierten Länder.

Seit einiger Zeit bieten Versicherer sogenannte «*Synthetic Tax Warranties and Indemnities*» an. Die Steuerzusicherungen und die Tax Indemnity werden dann gar nicht vom Verkäufer abgegeben, sondern der Versicherer verpflichtet sich, diese «Gewährleistungen» zu versichern und er gibt (bei der synthetischen Tax Indemnity) dem Käufer eine Tax Indemnity ab. Der Vorteil für den Verkäufer gegenüber dem traditionellen Modell, bei dem der Versicherer dem Käufer gegenüber die Gewährleistungen und Schadloshaltungen des Verkäufers versichert, besteht darin, dass der Verkäufer bereits dem Grunde nach keine Haftung übernimmt. Er muss sich also gar nicht auf den vertraglichen

[34] Dazu auch Frey/Hanselmann, 73.

Ausschluss bzw. die in der Praxis häufig vorgesehene Haftungsobergrenze von einem symbolischen Franken berufen. Ob damit allerdings ein Verkäufer einer Haftung wirklich auch dann entgehen würde, wenn er von einem konkreten Steuerproblem der Zielgesellschaft Kenntnis haben sollte, ist zu bezweifeln. Tendenziell setzt ein solcher «synthetischer» W&I-Versicherungsschutz eine eingehendere Due Diligence als bei herkömmlichen Tax Warranties und Indemnities voraus, was im Transaktionsprozess mit Aufwand verbunden ist.

Darüber hinaus lassen sich mit besonderen Policen zum Teil auch bekannte (rechtliche) Steuerrisiken versichern. Versicherer sind aber in der Regel nur gestützt auf ein Gutachten, wonach die Position der Zielgesellschaft zumindest vertretbar ist und nach eigener Prüfung zu einer Risikoübernahme bereit. Ausserdem sind die Prämien für solche Policen viel höher als die allgemeinen W&I-Versicherungen.[35]

X. Reverse Tax Indemnities

In gewissen Konstellationen hat der Verkäufer ein Interesse daran, dem Käufer bestimmte Verhaltenspflichten aufzuerlegen, deren Verletzung eine Schadloshaltungspflicht zur Folge hat, um sich für allfällige negative Steuerfolgen schadlos zu halten, die durch ein Verhalten des Käufers oder der Zielgesellschaft nach dem Closing entstehen. Solche Verpflichtungen werden gelegentlich *Reverse Tax Indemnities* genannt, wobei ihr Zweck im Gegensatz zu der klassischen Tax Indemnity nicht in der stichtagsbezogenen Allokation von Steuern der Zielgesellschaft zwischen Käufer und Verkäufer besteht. Typische Fälle im Schweizer Steuerrecht sind die Schadloshaltung für die Steuerfolgen einer indirekten Teilliquidation und die Verpflichtung des Verkäufers, den Käufer betreffende Steuervorbescheide nach dem Vollzug einzuhalten.

Bei der indirekten Teilliquidationsbesteuerung wird der grundsätzlich steuerfreie Kapitalgewinn (Art. 16 Abs. 3 DBG), den in der Schweiz steuerpflichtige natürliche Personen bei der Veräusserung einer Beteiligung von mindestens 20% des Kapitals einer Kapitalgesellschaft oder Genossenschaft in das Geschäftsvermögen einer natürlichen oder juristischen Person erzielen, in steuerpflichtiges (Dividenden-)Einkommen umqualifiziert, falls und soweit die Zielgesellschaft innert fünf Jahren ab dem Verkauf nichtbetriebsnotwendige und ausschüttungsfähige Mittel ausschüttet, die im Zeitpunkt des Verkaufs bereits vorhanden waren (Art. 20a DBG). Um die Steuerfreiheit des erzielten Kapitalgewinns zu bewahren, verlangen deshalb in der Schweiz ansässige natürliche Personen bei einem Verkauf einer qualifizierenden Beteiligung in der

35 S. dazu Frey/Hanselmann, 73.

Regel, dass sich der Käufer dazu verpflichtet, keine schädlichen Ausschüttungen vorzunehmen und den Verkäufer bei Verletzung dieser Pflicht für sämtliche negativen Steuerfolgen, die sich aus einer solchen Ausschüttung ergeben, schadlos zu halten.

Häufig nehmen Verkäufer vor dem Verkauf der Zielgesellschaft(en) gewisse Umstrukturierungen vor, zum Beispiel um das eigentliche Zielunternehmen vom restlichen Unternehmen zu trennen. In der Schweizer Steuerpraxis ist es üblich, dass der Verkäufer bzw. die betroffenen Gesellschaften sich die eintretenden Steuerfolgen in Steuervorbescheiden durch die Steuerbehörden bestätigen lassen. Wenn aufgrund dieser Steuervorbescheide die Zielgesellschaft für eine gewisse Dauer über den Vollzug hinaus bestimmte Handlungen vorzunehmen oder zu unterlassen hat (z.B. einen Betrieb während einer bestimmten Dauer fortzuführen), dann wird der Verkäufer vom Käufer eine entsprechende Verpflichtung mit einer daran geknüpften Schadloshaltungspflicht verlangen.[36] Verhält sich die Zielgesellschaft unter der Herrschaft dann in einer Weise, die zu einem Dahinfallen des Steuervorbescheides und damit zu negativen Steuerfolgen beim Verkäufer führt, so kann der Verkäufer den Käufer auf Ausgleich für diese Steuerfolgen belangen.

Literaturverzeichnis

Blum Oliver, Umgang mit identifizierten Risiken – Garantien und faktische Massnahmen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XV, Zürich – Basel – Genf 2013, 199 ff.

Böckli Peter, Gewährleistungen und Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions I, Zürich 1998, 59 ff.

Brandner Stephan/Broger Urban, Verfahrensrechtliche Stellung des Regressschuldners bei der Verrechnungssteuer, IFF Forum für Steuerrecht 2014, 273 ff.

CMS European M&A Study 2025.

Egli Philipp/Uttinger Laurence Andrée, Beiträge an Familienzulagensysteme: Steuern, Kausalabgaben oder Abgaben eigener Art?, in: Jusletter 2. Oktober 2006.

Frey Martin/Hanselmann Petra, Warranty & Indemnity Insurance und Private Equity, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity VI, Zürich 2018, 55 ff.

Häfelin Ulrich/Müller Georg/Uhlmann Felix, Allgemeines Verwaltungsrecht, 8. Aufl., Zürich – St. Gallen 2020.

Hopt Klaus J., M&A, Due Diligence und Kautelarpraxis, Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 186 (2022), 7 ff.

[36] Vgl. hierzu illustrativ Urteil des Verwaltungsgerichts des Kantons Zürich ZH SB.2021.00046 vom 10. November 2021 E. 3.5.3.

Kleiner Beat/Landolt Kaspar/Gemperli Dominique, Bankgarantie. Die Garantie unter besonderer Berücksichtigung des Bankgarantiegeschäftes, 5. Aufl., Zürich – Basel – Genf 2016.

Kocher Martin, Liegenschaftssteuern, in: Zweifel Martin/Beusch Michael/Oesterhelt Stefan (Hrsg.), Immobiliensteuern, Basel 2021, 900 ff.

Locher, Thomas/Gächter, Thomas, Grundriss des Sozialversicherungsrechts, 4. Aufl., Bern 2014.

Maurer Alfred, Schweizerisches Sozialversicherungsrecht. Band I: Allgemeiner Teil, Bern 1983.

Oesterhelt Stefan, Altreservenpraxis, internationale Transponierung und stellvertretende Liquidation, IFF Forum für Steuerrecht 2017, 99 ff.

Oesterhelt Stefan/Schreiber Susanne, Art. 54, in: Zweifel Martin/Beusch Michael (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer, 3. Aufl., Basel 2022.

Reich Markus, Steuerrecht, 3. Aufl., Zürich 2020.

Schenker Urs, Unternehmenskauf. Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016.

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. Aufl., Zürich – Basel – Genf 2021.

Vogelsang Marc, Ausweitung der Steuersukzession im Mehrwertsteuerrecht, SteuerRevue 2020, 630 ff.

Watter Rolf, Schadloshaltungsklauseln in M&A-Verträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIX, Zürich – Basel – Genf 2017, 7 ff.

Zitter Gernot, Haftung und Steuerklauseln in Unternehmenskaufverträgen, IFF Forum für Steuerrecht 2012, 199 ff.

Zweifel Martin/Beusch Michael/Hunziker Silvia/Seiler Moritz, Schweizerisches Steuerverfahrensrecht, 3. Aufl., Zürich 2024.

Erhöhen der Deal-Sicherheit in (regulatorisch) unsicheren Zeiten

Andreas Hinsen

Inhalt

I. Einleitung 259

II. Regulatorische Hürden 261
1. Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) 261
2. Europäische Union 262
3. Investitionskontrolle in der Schweiz 263
4. (Schweizer) Fusionskontrolle 266
5. Weitere mögliche Situationen der Bewilligungspflicht 267
6. Vertragliche (oder tatsächliche) Hürden 270

III. Vertragsgestaltung zur Erhöhung der Deal-Sicherheit 270
1. Vorbemerkung 270
2. Einordnung nach Transaktionen 271
3. Vollzug trotz Hürden 272
4. Treu und Glauben 273
5. Best Efforts Klauseln 273
6. Verpflichtung zur Zusammenarbeit 274
7. Verpflichtung zur Akzeptanz von Auflagen 275
8. Grenzen der Zusammenarbeit 276
9. Vertragsstrafe: Reverse Break Fee 278
10. Preisanpassung 279
11. Vermeidung eines Konkurrenzangebots 280
12. Unterstützung durch Drittparteien 281
13. USA als Vorreiter? 282
a) Die «Crown-Jewel-Option» als Abwehrmechanismus 282
b) Die «Applicable Margin Election» zur Sicherung der Finanzierung 283

IV. Bewusste Deal Verhinderung 284

V. Praktische Tipps 286

Literaturverzeichnis 287

I. Einleitung

Die aktuelle Beratung von M&A Transaktionen ist sowohl im nationalen als auch internationalen Umfeld von einer spürbaren Zunahme regulatorischer

Hürden geprägt. Der Ausbau von Investitionskontrollen ist nicht nur in den USA, der EU und dem Vereinigten Königreich relevant, sondern insbesondere in der Schweiz sehr aktuell. In die gleiche Richtung zielen die kartellrechtlichen Kontrollen, aber auch die übrigen Schranken in regulierten Sektoren, beispielsweise bei Banken, Versicherungen, Verteidigung/Armee, Elektrizität, Wasserversorgung, etc.

Von grosser Relevanz sind des Weiteren die vertraglichen, bzw. privatrechtlichen Hürden, die zwischen den Parteien im Hinblick auf die jeweils vorliegende Transaktion vereinbart werden. Im Gegensatz zu den regulatorischen, bzw. öffentlichrechtlichen Hürden handelt es sich bei den vertraglichen Hürden jedoch nicht um zwingende Hürden, d.h. solche, die dem Parteiwillen und der Vertragsfreiheit unterstehen.

Dennoch werden in der Praxis ähnliche Instrumente eingesetzt, um sowohl die regulatorischen als auch die vertraglichen Hürden zu überwinden, oder zumindest die verpflichtete Partei entsprechend zu motivieren und incentivieren. Ziel dieses Beitrags ist es, hierfür einen praxisorientierten Werkzeugkoffer bereitzustellen, der je nach Transaktion eingesetzt werden kann, um die Deal-Sicherheit zu erhöhen. Abhängig von der jeweiligen Transaktionsart und den zur Anwendung kommenden Hürden, sollten die Parteien die entsprechenden Instrumente auswählen.

Im Folgenden soll zunächst eine Übersicht über die möglichen Hürden gegeben werden, um folglich die entsprechenden Instrumente zu diskutieren. Sodann werden Situationen besprochen, in denen die Deal-Sicherheit gerade nicht im Vordergrund steht, bevor abschliessend einige praktische Tipps zusammengefasst werden.

Nicht Gegenstand dieses Beitrags sollen diejenigen Transaktionen sein, bei denen Unterzeichnung und Vollzug gleichzeitig, bzw. unmittelbar nacheinander, durchgeführt werden können, da hier die entsprechende Deal-Sicherheit bereits bei Unterzeichnung besteht. Vielmehr soll es hierin um diejenigen Transaktionen gehen, die bereits unterzeichnet wurden, bei denen der Vollzug jedoch noch abhängig vom Eintritt zusätzlicher Bedingungen sowie dem Überwinden der hier beispielhaft aufgeführten Hürden ist.

II. Regulatorische Hürden

1. Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)

Als internationales Referenzmodell der Investitionskontrolle gilt das US-amerikanische *Committee on Foreign Investment in the United States* («CFIUS»).[1] CFIUS ist ein ressortübergreifender Ausschuss der US-Regierung unter dem Vorsitz des Finanzministers und setzt sich aus neun Vertreterinnen und Vertretern verschiedener Ministerien und Behörden zusammen.[2] Das Gremium wurde 1975 durch eine Executive Order des damaligen Präsidenten Gerald Ford geschaffen und 1988 mittels Section 721 des Defense Production Act von 1950 gesetzlich verankert.[3] Die Investitionskontrollkompetenz ermächtigt den Präsidenten, welcher jedoch seine Kompetenz an die CFIUS übertragen hat.[4] Nennenswert sind folgende Verfahren:

- Lattice Semiconductor Corporation, September 2017: Verbot der Übernahme mittels Erlass des US-Präsidenten von Lattice Semiconductor durch Canyon Bridge Fund I, LP, der indirekten Tochtergesellschaft eines chinesischen staatlich kontrollierten Unternehmens;[5]
- MoneyGram, Januar 2018: Verbot der Übernahme mittels Entscheid von CFIUS von MoneyGram durch Ant Financial Services Group, worauf die Parteien das entsprechende Merger Agreement beendet haben;[6]
- TikTok: Im August 2020 hat US-Präsident Trump, auf Empfehlung von CFIUS angeordnet, dass nach dem Zusammenschluss von Musical.ly und TikTok die indirekte Eigentümerin von TikTok, ByteDance, sämtliche Anteile an TikTok veräussern müsse.[7] Im September 2025 wurde schliesslich bekannt, dass ein Joint Venture bestehend aus Silver Lake, Oracle und

---

1 Abrufbar unter <https://home.treasury.gov/policy-issues/international/the-committee-on-foreign-investment-in-the-united-states-cfius>.

2 Insbesondere sind die Vorsitzenden des Department of Justice, Department of Homeland Security, Department of Commerce, Department of Defense, Department of State, Department of Energy, Office of the U.S. Trade Representative, Office of Science & Technology Policy vertreten, sowie gewisse Beobachter aus den Büros des Präsidenten.

3 Beispielsweise einsehbar unter: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-8323/uslm/COMPS-8323.xml>.

4 Damals durch Präsident Ronald Reagan mittels Executive Order 12661; <https://www.archives.gov/federal-register/codification/executive-order/12661.html>.

5 Abrufbar unter <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm0157>.

6 Abrufbar unter <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1273931/000119312518000668/d517771dex991.htm>.

7 Abrufbar unter <https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm1094>.

MGX, die Kontrolle über TikTok erwerben werden und ByteDance eine Beteiligung von 19.9% behält.[8]

Für das Jahr 2024 wurden durch CFIUS 325 Transaktionen geprüft («reviewed or assessed»), bestehend aus 209 Notices und 116 Declarations.[9] Zwei Entscheidungen wurden vom Präsidenten getroffen: Die chinesisch gehaltene MineOne Partners Limited musste eine Krypto-Mining-Anlage in der Nähe einer Raketenbasis in Wyoming veräussern; die ebenfalls chinesisch gehaltene Suirui Group Co. Ltd. hatte die US-amerikanische Jupiter System (aktiv im Bereich der audiovisuellen Technologie) zu verkaufen.

Seit 2021 sind die von CFIUS bearbeiteten Fallzahlen tendenziell rückläufig.[10] Hervorzuheben sind zudem Rekordbussen im Jahr 2024, darunter eine Busse in der Höhe von USD 60 Mio., adressiert an T-Mobile im Zusammenhang mit der Verletzung eines National Security Agreements, die bislang höchste von CFIUS verhängte Busse.

Weiter führte CFIUS im Jahr 2024 79 «Site Visits» durch. In Bezug auf notifizierte Transaktionen wurden 98 Fälle untersucht; in 76 Fällen wurden formelle Untersuchungen eröffnet und in 12 Fällen die nachträgliche Einrichtung eines Gesuchs verlangt.

Das Verfahren vor CFIUS ist das klassische Verfahren, wie es auch bei uns in der kartellrechtlichen Prüfung durchgeführt wird,[11] mit einer Phase I Vorprüfung während 30 Tagen und, sofern notwendig, die Phase II mit einer 45-tägigen Folgeuntersuchung.

2. Europäische Union

Die Investitionskontrolle in der EU wird durch die sogenannte EU-Screening-Verordnung[12] geregelt. Das Ziel dieser Verordnung ist es, eine unionsweite Koordination bei der Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen zu ermöglichen.[13] Die Mitgliedstaaten bleiben für den Schutz der nationalen Sicherheit

---

8 Abrufbar unter <https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/09/saving-tiktok-while-protecting-national-security/>.

9 Ganzer Jahresbericht einsehbar unter: <https://home.treasury.gov/system/files/206/2024-CFIUS-Annual-Report.pdf>.

10 2021: 404, 2022: 220; 2023: 342.

11 Siehe sogleich Ziff. 4.

12 Verordnung (EU) 2019/452 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. März 2019 zur Schaffung eines Rahmens für die Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen in der Union, ABl L 79I vom 21. März 2019, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32019R0452>.

13 Siehe hierzu insbesondere Präambel (7) der Verordnung (EU) 2019/452.

und die Wahrung ihrer Sicherheitsinteressen jedoch selbst verantwortlich. Sie können insbesondere entscheiden, ob ein Überprüfungsmechanismus eingerichtet wird und ob eine bestimmte Investition geprüft wird.[14] Die Verordnung enthält Mindestanforderungen an Verfahren, nennt Bereiche von besonderem Interesse und Kriterien für die Beurteilung ausländischer Investoren. So müssen beispielsweise die anwendbaren Regeln und Verfahren transparent sein und dürfen nicht zu einer Diskriminierung zwischen Drittstaaten führen.[15]

Derzeit haben 24 Mitgliedstaaten einen Screening-Mechanismus implementiert. Lediglich Kroatien, Zypern und Griechenland haben bislang darauf verzichtet.[16] Die Europäische Kommission veröffentlicht ihren Jahresbericht zur Investitionskontrolle jeweils im Oktober oder November. Für das Jahr 2023 wurden der Kommission 488 Fälle gemeldet, wobei nur 8% der Verfahren in eine vertiefte Prüfung (Phase II) gelangten. Als wichtigste Herkunftsländer der Investitionen werden die USA und das Vereinigte Königreich erwähnt. Die Schweiz rangiert hinter den sogenannten Offshore-Finanzplätzen auf Platz 4.

Im Europäischen Parlament ist derzeit ein Vorschlag der Kommission zur Überarbeitung der Verordnung hängig. Vorgesehen sind insbesondere eine Verpflichtung sämtlicher Mitgliedstaaten, ein Screening-Regime einzuführen, sowie erweiterte Befugnisse der Kommission, etwa durch Ausweitung der Meldepflicht oder die Einführung eines einheitlichen Vollzugsverbots.[17]

3. Investitionskontrolle in der Schweiz

Das Thema wurde in der Schweiz insbesondere durch die parlamentarische Motion Rieder vom Februar 2018 relevant.[18] Der Bundesrat lehnte eine Investi-

---

14 Art. 3 Abs. 1 Verordnung (EU) 2019/452.

15 Art. 3 Abs. 2 Verordnung (EU) 2019/452.

16 Siehe hierzu den vierten Jahresbericht der EU-Kommission über die Überprüfung ausländischer Direktinvestitionen in der Union, abrufbar unter <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:52024DC0464>.

17 Weiterführende Informationen abrufbar unter <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13739-Uberprufung-auslandischer-Direktinvestitionen-ADI-Bewertung-und-Uberarbeitung-des-EU-Rahmens_de>.

18 Motion Nr. 18.3021 vom 26. Februar 2018, Ständerat Rieder, Schutz der Schweizer Wirtschaft durch Investitionskontrollen. Anlass für die parlamentarische Debatte bildeten insbesondere frühere Übernahmen von Schweizer Unternehmen durch staatlich kontrollierte ausländische Investoren, namentlich die Übernahme von Syngenta durch ChemChina, vor deren Hintergrund die Vorlage teilweise auch als sogenannte «*Lex China*» bezeichnet wurde.

tionskontrolle zwar ab, legte jedoch im Dezember 2023 den Gesetzesentwurf in der Botschaft zum Investitionsprüfgesetz (IPG) vor.[19]

Im September 2024 beschloss der Nationalrat, die Vorlage auszuweiten und insbesondere auch nichtstaatliche Investoren zu erfassen.[20] Der Ständerat trat im März 2025 auf das Geschäft ein. Die Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Ständerats (WAK-S) beschloss am 29. August 2025 hingegen die Ablehnung der Vorlage. In der entsprechenden Mitteilung hielt die WAK-S fest, dass «*die Einführung eines solchen Instrumentes dem Wirtschafts- und Investitionsstandort abträglich wäre*»; der Entscheid fiel mit 5:4 Stimmen bei zwei Enthaltungen denkbar knapp aus.[21]

Entgegen der Empfehlung der WAK-S nahm der Ständerat in seiner Sitzung vom 24. September 2025 das Geschäft an, mit 27:11 Stimmen, bei drei Enthaltungen.[22] Das Geschäft ging somit zur Differenzbereinigung an den Nationalrat zurück.

Im Rahmen der Differenzbereinigung befassten sich die beiden Räte im Dezember 2025 erneut mit der Vorlage. In der Schlussabstimmung vom 19. Dezember 2025 wurde das IPG im Nationalrat mit 113 zu 81 Stimmen bei zwei Enthaltungen sowie im Ständerat mit 29 zu 13 Stimmen bei zwei Enthaltungen angenommen.[23] Die Referendumsfrist läuft bis zum 17. April 2026.[24] Ein Inkrafttreten des Gesetzes ist nach derzeitigem Stand frühestens im Jahr 2027 zu erwarten. Nachfolgend werden die Grundzüge des IPGs in der vom Parlament verabschiedeten Fassung dargestellt.

Das IPG führt ein vorgängiges Genehmigungserfordernis für Übernahmen schweizerischer Unternehmen durch ausländische staatliche Investoren ein, sofern das schweizerische Zielunternehmen in einem als kritisch qualifizierten

---

19 Siehe hierzu Botschaft des Bundesrates vom 15. Dezember 2023 zum Investitionsprüfgesetz, BBl 2024 124.

20 Zum bisherigen Verfahren: <https://www.parlament.ch/de/ratsbetrieb/suche-curia-vista/geschaeft?AffairId=20230086>.

21 Siehe hierzu Medienmitteilung des WAK-S vom 29. August 2025 16h45 zur Einführung einer Investitionskontrolle: <https://www.parlament.ch/press-releases/Pages/mm-wak-s-2025-08-29.aspx?lang=1031>.

22 Abstimmungsprotokoll vom 24. September 2025, 12:11:21 zum Geschäft 23.086-1 Investitionsprüfgesetz.

23 Parlamentarisches Verfahren hier einsehbar: <https://www.parlament.ch/de/ratsbetrieb/suche-curiavista/geschaeft?AffairId=20230086>.

24 Siehe zum Datum des Ablaufs der Referendumsfrist: <https://www.fedlex.admin.ch/eli/fga/2026/31/de>.

Sektor tätig ist.[25] Die Genehmigung ist vor Vollzug der Transaktion einzuholen;[26] bis zu deren Erteilung ist der Vollzug suspendiert.[27]

Das IPG unterscheidet zwischen zwei Kategorien kritischer Sektoren:

Die erste Kategorie umfasst Zielunternehmen in besonders kritischen Bereichen, insbesondere betreffend Einsatzfähigkeit der Armee, Elektrizitätsproduktion, Erdgas-Hochdruckleitungen und Wasserversorgung.[28] Für Unternehmen in diesen Bereichen gilt eine Bagatellschwelle von 50 Vollzeitstellen oder CHF 10 Mio. Umsatz.[29] Kleinere Unternehmen wären damit ausgenommen, wobei davon auszugehen ist, dass Unternehmen in diesen Bereichen diese Bagatellschwellen typischerweise überschreiten.

Die zweite Kategorie umfasst Zielunternehmen, die in Bereichen tätig sind, in denen Risiken für die öffentliche Ordnung oder Sicherheit nicht gänzlich ausgeschlossen werden können (u.a. werden Universitätsspitäler, Arzneimittel, Medizinprodukte/Impfstoffe, Verkehr, Telekommunikation, Finanzmarktinfrastrukturen erwähnt).[30] In diesen Fällen ist eine Bagatellschwelle von CHF 100 Mio. Jahresumsatz vorgesehen (bei Banken gilt der Bruttoertrag).[31]

Der Bundesrat ist zudem befugt, den Anwendungsbereich auf weitere Kategorien von inländischen Unternehmen temporär auszuweiten, sofern dies zur Wahrung der öffentlichen Sicherheit erforderlich erscheint.[32]

In der praktischen Anwendung ist zu berücksichtigen, dass zahlreiche dieser Bereiche in der Schweiz staatlich dominiert sind, sodass geeignete, d.h. überhaupt sich auf dem Markt befindende, Zielunternehmen häufig fehlen dürften. Somit dürfte das IPG insbesondere in privatwirtschaftlich organisierten und fragmentierten Sektoren wie ITSicherheit, Pharma, Medizintechnik oder bei sogenannten Dual-Use-Gütern greifen.

---

25 Art. 3 des vom Parlament verabschiedeten Investitionsprüfgesetzes (IPG) vom 19. Dezember 2025; siehe zur Legaldefinition des inländischen Unternehmens Art. 2 lit. c IPG; siehe zur Legaldefinition des ausländischen staatlichen Investors Art. 2 lit. d IPG, wobei die praktische Reichweite erst durch die Vollzugspraxis des SECO konkretisiert werden dürfte.

26 Art. 6 Abs. 1 IPG; siehe zu den Massnahmen und Sanktionen bei Vollzug einer genehmigungspflichtigen Transaktion ohne Genehmigung: Art. 19 Abs. 1 und Art. 20 Abs. 1 IPG.

27 Art. 8 Abs. 4 IPG.

28 Art. 3 Abs. 1 lit. a-f IPG.

29 Art. 3 Abs. 1 IPG.

30 Art. 3 Abs. 2 lit. a-h IPG.

31 Art. 3 Abs. 2 IPG.

32 Art. 3 Abs. 3 IPG.

Die Genehmigung wäre zu erteilen, sofern kein Grund zur Annahme besteht, dass die öffentliche Ordnung oder Sicherheit gefährdet oder bedroht ist.[33] In diesem Zusammenhang berücksichtigt das SECO insbesondere das bisherige Verhalten des Investors oder dessen Heimatstaats und untersucht bspw., ob der betreffende Investor oder der ihn kontrollierende Staat in der Vergangenheit Spionage betrieb.[34] Verfahrensrechtlich ist eine zweistufige Prüfung beim SECO vorgesehen; im Rahmen einer Vorprüfung hat das SECO innerhalb eines Monats zu entscheiden, ob die Genehmigung direkt erteilt werden kann oder ob eine vertiefte Prüfung einzuleiten.[35] Für die Praxis relevant dürfte die ausdrücklich vorgesehene Option einer Vorabklärung sein, mit welcher verbindlich abgeklärt werden kann, ob die beabsichtigte Übernahme der Genehmigungspflicht unterliegt.[36]

4. (Schweizer) Fusionskontrolle

Die Fusionskontrolle bildet eine weitere typische regulatorische Hürde im Bereich von M&A Transaktionen. Die in der Schweiz geltenden Schwellenwerte sind im internationalen Vergleich eher hoch.[37] In der Praxis ist eine Anmeldung in der Schweiz daher häufig weniger relevant, während ausländische Meldungen öfters erforderlich sind.

Gemäss Art. 9 Abs. 1 KartG ist die Wettbewerbskommission (WEKO) zuständig für die Prüfung von Unternehmenszusammenschlüssen. Der Kontrolle unterliegen Zusammenschlüsse bisher voneinander unabhängiger Unternehmen sowie jeder Vorgang, durch den mittelbar oder unmittelbar die Kontrolle wechselt.

Eine Meldepflicht besteht, wenn kumulativ die folgenden beiden Kriterien erfüllt sind:[38]

- der Gesamtumsatz der beteiligten Unternehmen beträgt weltweit mindestens CHF 2 Mrd. oder der Gesamtumsatz erreicht in der Schweiz mindestens CHF 500 Mio.; und
- Mindestens zwei der beteiligten Unternehmen erzielen je einen Umsatz in der Schweiz von mindestens CHF 100 Mio.

---

33 Art. 4 Abs. 1 IPG.

34 Art. 4 Abs. 2 IPG.

35 Art. 7 IPG.

36 Art. 5 Abs. 1 IPG.

37 Reinert/Vischer, Art. 9, BSK KG, Rz. 3.

38 Art. 9 Abs. 1 lit. a und b des Bundesgesetzes über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen vom 6. Oktober 1995 (Kartellgesetz, KG).

Sonderregelungen gelten u.a. für Banken (massgeblich für die jeweiligen Schwellen sind die Bruttoerträge) und Versicherungen (massgeblich sind die Bruttoprämieneinnahmen).[39] Besteht eine marktbeherrschende Stellung, greift die Meldepflicht unabhängig von den Umsatzschwellen.[40] Das Verfahren zur Meldung von Zusammenschlüssen ist zweistufig ausgestaltet,[41] wobei auch die Vorlage eines Entwurfs der Meldung dem Sekretariat der WEKO vorab vorgelegt werden kann.[42]

Die Modernisierung wurde im Parlament beraten, insbesondere die Einführung des SIEC-Tests (*significant impediment to effective competition*) sowie Erleichterungen bei der Meldepflicht.[43] Das Geschäft wurde in der Schlussabstimmung vom 19. Dezember 2025 von beiden Räten angenommen und wird voraussichtlich frühestens 2027 in Kraft treten.[44]

Mit der Einführung des SIEC-Tests kann die WEKO in Zusammenschlüsse eingreifen, bzw. diese untersagen, sofern dabei der wirksame Wettbewerb signifikant behindert wird[45] oder keine von den meldenden Unternehmen begründeten und überprüfbaren Effizienzvorteile für Nachfrager bewirkt werden, welche diese Nachteile ausgleichen würden.[46]

5. Weitere mögliche Situationen der Bewilligungspflicht

In der Schweiz gilt der Grundsatz, dass der Erwerb eines Unternehmens, als Share oder Asset Deal, keiner Bewilligung bedarf.[47] Von diesem Grundsatz gibt es jedoch zahlreiche Ausnahmen bei M&A Transaktionen insbesondere in regulierten Industrien. Hier unterliegen Transaktionen in der Schweiz regelmässig der Pflicht, Bewilligungen einzuholen oder zumindest Meldungen einzureichen.[48]

Für Banken und Finanzinstitute im Sinne von BankG und FINIG (mit Ausnahme von Vermögensverwaltern und Trustees) besteht eine vorgängige Meldepflicht

39 Art. 9 Abs. 3 KG.
40 Art. 9 Abs. 4 KG.
41 Reinert/Vischer, Art. 10, BSK KG, Rz. 2 ff.
42 Siehe dazu Merkblatt und Formular der Wettbewerbskommission vom 21 Oktober 2014, BBI 2014 8321-8334, Stand am 10. März 2025, Nr. 24.
43 Siehe hierzu die Botschaft des Bundesrates vom 24. Mai 2023 zur Teilrevision des Kartellgesetzes, BBl 2023 1463, 20 ff.
44 Parlamentarisches Verfahren hier einsehbar: <https://www.parlament.ch/de/ratsbetrieb/suche-curia-vista/geschaeft?AffairId=20230047>.
45 Art. 10 Abs. 2 lit. a revidiertes KG.
46 Art. 10 Abs. 2 lit. b revidiertes KG.
47 Jörg/Gnos/Olgiati, 421.
48 Für eine Übersicht siehe: Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 753 ff. sowie Rz. 805 ff.

gegenüber der FINMA, sobald eine direkte oder indirekte Beteiligung von mindestens 10% erworben oder veräussert wird.[49] Weitere Meldungen werden ausgelöst, wenn die Schwellen von 20%, 33% oder 50% erreicht, über- oder unterschritten werden. Eine Meldepflicht trifft nicht nur Erwerber oder Veräusserer, sondern auch das Institut selbst (d.h. die Bank bzw. das Wertpapierhaus); hierzu gehört namentlich bei Banken eine zusätzliche jährliche Meldung.[50]

Für Versicherungsunternehmen nach VAG gelten vergleichbare Schwellen: Verkäufer und Käufer haben der FINMA anzuzeigen, wenn direkte oder indirekte Beteiligungen von 10%, 20%, 33% oder 50% betroffen sind.[51] Zusätzlich trifft die Versicherung selbst eine Meldepflicht, wenn sie Beteiligungen in dieser Grössenordnung an anderen Unternehmen erwirbt oder sich Angaben über Personen ändern, die mit mindestens 10% beteiligt sind.[52] Da das Gesetz den etwas unklaren Wortlaut «wer beabsichtigt» verwendet, erfolgt die Anzeige in der Praxis *ex ante*.

Neben diesen finanzmarktaufsichtsrechtlichen Anforderungen ist bei M&A Transaktionen in der Schweiz regelmässig die sogenannte Lex Koller (BewG) zu beachten.[53] Das BewG bezweckt, den Liegenschaftserwerb durch Ausländer zu begrenzen und so einer Überfremdung des Bodens vorzubeugen.[54] Erfasst sind neben den natürlichen insbesondere auch juristische Personen, wobei eine beherrschende Stellung von ausländischen Personen genügt, gegebenenfalls bereits bei Vorliegen einer finanziellen Beteiligung.[55] Für M&A Transaktionen besonders relevant ist die Ausnahme von der Bewilligungspflicht von sogenannten Betriebsstätten[56], d.h. unter die Bewilligungspflicht fällt insbesondere Wohneigentum.[57] Als Erwerb im Sinne des BewG gilt auch der indirekte Erwerb, sofern tatsächlich Verfügungsmacht verschafft wird, dies bedeutet, dass nicht nur Grundstückskäufe im engeren Sinne, sondern auch der (indirekte) Kauf des entsprechenden Unternehmens erfasst sein kann.[58] Be-

---

49 Art. 3 Abs. 5 des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (Bankengesetz, BankG, SR 952.0), bzw. Art. 11 Abs. 4 des Bundesgesetzes über die Finanzinstitute vom 15. Juni 2018 (Finanzinstitutengesetz, FINIG, SR 954.1).

50 Art. 3 Abs. 6 BankG, bzw. Art. 11 Abs. 5 FINIG.

51 Art. 21 Abs. 2 und 3 des Bundesgesetzes betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen vom 17. Dezember 2004 (Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG, SR 961.01).

52 Art. 21 Abs. 1 VAG; Art. 4 Abs. 2 lit. f i.V.m. Art. 5 Abs. 2 VAG.

53 Siehe zum Ganzen: Menghini/Ammann, 431 ff.

54 Art. 1 des Bundesgesetzes über den Erweb von Grundstücken durch Personen im Ausland vom 16. Dezember 1983 (BewG, SR 211.412.41).

55 Art. 5 Abs. 1 lit. c und Art. 6 Abs. 1 BewG.

56 Art. 2 Abs. 2 lit. a BewG.

57 Menghini/Ammann, Ziff. III; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 850 ff.

58 Merkblatt BJ, S. 6.

sondere Vorsicht ist bei Immobiliengesellschaften angezeigt, deren tatsächlicher Zweck im Erwerb von Grundstücken liegt und deren Anteile nicht an einer Schweizer Börse kotiert sind: Hier kann bereits der Kauf einzelner Anteile der Bewilligungspflicht unterstehen.[59]

Schliesslich können je nach Branche weitere behördliche Zustimmungen erforderlich sein. Das betrifft insbesondere:[60]

- Anbieter von Telefon- und Datenübertragungsdiensten: Hier muss ggf. eine Meldung gemäss Art. 4 Abs. 1 FMG erfolgen oder eine Funkkonzession gemäss Art. 22 Abs. 1 FMG eingeholt werden;
- Radio- und Fernsehveranstalter: In diesem Bereich ist eine Konzession gemäss Art. 3 lit. b RTVG benötigt – und der Erwerb eines Unternehmens mit einer solchen Konzession mittels Asset Purchase, Fusion oder Spaltung ist nur mit vorgängiger Genehmigung durch das UVEK zulässig;[61]
- Kinobetreiber: Die berufsmässige öffentliche Vorführung von Filmen bedarf eines Eintrags in ein öffentliches Register des Bundesamtes für Kultur, d.h. bei Erwerb eines in diesem Bereich tätigen Unternehmens ist zu prüfen, ob eine Änderung der registrierungspflichtigen Tatsachen benötigt ist;[62]
- Spielbanken: Die Errichtung und der Betrieb von Spielbanken bedürfen einer Konzession der Eidgenössischen Spielbankenkommission; sowie Veränderungen von Kapital und Stimmbeteiligung sind meldepflichtig;[63] sowie
- Unternehmen der Luftfahrt: Die gewerbsmässige Beförderung von Personen oder Gütern mit Luftfahrzeugen in der Schweiz erfordert eine Konzession – entsprechend sind beim Erwerb eines Unternehmens, das über eine solche Konzession verfügt, die entsprechenden Voraussetzungen zu beachten;[64] spezielle Beachtung in diesem Bereich verdienen die anwendbaren Staatsverträge, die bereits in Art. 29 und 30 LFG explizit erwähnt sind.

---

59 Statt Vieler: Menghini/Ammann, Ziff. IV.1.

60 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 834 ff.

61 Art. 48 Abs. 1 des Bundesgesetzes über Radio und Fernsehen vom 24. März 2006 (RTVG, SR 784.40).

62 Art. 23 Abs. 1 des Bundesgesetzes über Filmproduktion und Filmkultur vom 14. Dezember 2001 (Filmgesetz, FiG, SR 443.1) i.V.m. Art. 14 Abs. 5 der Filmverordnung vom 3. Juli 2002 (FiV, SR 443.11).

63 Art. 3 sowie Art. 13 des Bundesgesetzes über Geldspiele vom 29. September 2017 (Geldspielgesetz, BGS, SR 935.51).

64 Art. 27 und 28 des Bundesgesetzes über die Luftfahrt vom 21. Dezember 1948 (Luftfahrtgesetz, LFG, SR 748.0), sowie Art. 102 und 112 der Verordnung über die Luftfahrt vom 14. November 1973 (Luftfahrtenverordnung, LFV, SR 748.01).

6. Vertragliche (oder tatsächliche) Hürden

Neben den aufgeführten regulatorischen Vorgaben gibt es in der M&A Praxis zahlreiche weitere Faktoren, welche die Deal-Sicherheit beeinträchtigen können. So steht es den Parteien unter schweizerischem Recht grundsätzlich frei, zusätzliche vertragliche Hürden in die Transaktionsdokumentation aufzunehmen. Gewisse Grenzen aus öffentlich-rechtlicher Sicht, beispielsweise im öffentlichen Übernahmerecht, bleiben selbstverständlich vorbehalten. Innerhalb dieser Schranken können die Parteien jedoch in den jeweiligen Transaktionsdokumenten die vertraglichen Voraussetzungen und Bedingungen in dem Umfang vorsehen, den sie für sachgerecht halten.

In der Praxis häufig anzutreffen sind beispielsweise die folgenden Hürden:[65]

- Zustimmungserfordernisse für den Erwerb der Kontrolle (insbesondere bei Fusionen oder öffentlichen Übernahmen);
- Zustimmungen von Gremien oder Drittparteien (z.B. Investitionskomitees, Verwaltungsräte von Obergesellschaften oder der Zielgesellschaft, wesentliche Kunden, Lieferanten oder Mitarbeiter);
- Verzichte Dritter auf Vorhand- oder Vorkaufsrechte;
- Carve-outs und Umstrukturierungen, die vor Vollzug umgesetzt werden müssen;
- Erhalt der Finanzierung;
- *MAC-Klauseln* (Material Adverse Change);
- Nichtvorliegen von Verletzungen vertraglicher (Neben-)Pflichten; sowie
- Kein behördliches oder gerichtliches Vollzugsverbot.

III. Vertragsgestaltung zur Erhöhung der Deal-Sicherheit

1. Vorbemerkung

Nach der Unterzeichnung der Transaktionsdokumente (*Signing*) verlaufen die Interessen der Parteien typischerweise parallel: Angestrebt werden Deal-Sicherheit, also der Weg zu einem erfolgreichen Vollzug (*Closing*), die Einhaltung der vertraglichen Pflichten, ein möglichst rascher Vollzug zur Vermeidung zusätzlicher Unsicherheiten sowie die Vermeidung unnötiger Kosten. Gleichwohl bestehen teilweise gegenläufige Interessen.[66] So könnten sich Verkäufer bzw. Zielgesellschaften – trotz bereits unterzeichneter Transaktionsdoku-

65 Jörg/Gnos/Olgiati, 417 ff.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 383 ff.
66 Tschäni/Diem/Wolf, 6 f.

mente – auf Wertmaximierung fokussieren. Im Gegensatz dazu ist der Käufer an der Vermeidung von Konkurrenzangeboten interessiert. Tritt jedoch ein sogenannter «Material Adverse Change», also eine wesentliche negative Veränderung des Kaufobjekts, ein, kann das Vollzugsinteresse insbesondere Käuferseite deutlich abnehmen.[67]

Diese Ausgangslage bildet den Rahmen der Vertragsgestaltung zur Erhöhung der Deal-Sicherheit. In diesem Kapital soll deshalb die mögliche vertragliche Ausgestaltung im Hinblick auf die Beseitigung regulatorischer oder vertraglicher Hürden dargestellt werden.

2. Einordnung nach Transaktionen

Die Ausgestaltung der vertraglichen Regelungen zur Gewährleistung der Transaktionssicherheit ist massgeblich von der Art der Transaktion abhängig, da sich die rechtlichen Rahmenbedingungen erheblich unterscheiden.[68] So geniessen bei privaten M&A Transaktionen ausserhalb regulierter Märkte die Parteien aufgrund des Prinzips der Vertragsfreiheit weitreichende Gestaltungsspielräume.

Beispielsweise im öffentlichen Übernahmerecht (*Public M&A*) hingegen unterliegt eine Transaktion zahlreichen übernahmerechtlichen Beschränkungen, die sich sowohl auf das Verfahren als auch auf die inhaltliche Ausgestaltung der Angebotsbedingungen erstrecken.[69]

Besondere Sorgfalt erfordern Fusionen, da in diesem Zusammenhang spezifische Zustimmungsanforderungen zu berücksichtigen sind.[70] Bei börsenkotierten Gesellschaften entsteht dabei eine zusätzliche Komplexitätsebene: Die Verhandlungen werden in der Regel mit dem Verwaltungsrat geführt, da die Aktionäre nicht direkt eingebunden sind. Die finale Entscheidungskompetenz liegt jedoch bei der Generalversammlung der Aktionäre, welche den Fusionsvertrag genehmigen muss.[71]

---

67 Siehe dazu etwa Schleiffer, 55 ff.; Schenker, Unternehmenskauf, 265 ff.

68 Tschäni/Diem/Wolf, 163.

69 Tschäni/Diem/Gaberthüel, 241 ff.

70 Art. 18 Abs. 1 lit. a des Bundesgesetzes über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertagung vom 3. Oktober 2003 (Fusionsgesetz, FusG, SR 221.301): «mindestens zwei Drittel der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen und die absolute Mehrheit des von ihnen vertretenen Aktiennennwerts», bzw. bei Abfindungsfusionen gemäss Art. 18 Abs. 5 FusG 90% der Stimmen der übertragenden Gesellschaft.

71 Von der Crone, 445 f.; Tschäni/Diem/Gaberthüel, 99 ff.

Ungeachtet der spezifischen Transaktionsform sind zudem übergeordnete öffentlich-rechtliche Genehmigungserfordernisse zu beachten. Aus diesem Zusammenspiel folgt, dass die Zulässigkeit einzelner Instrumente zur Erhöhung der Deal-Sicherheit stets im Kontext der jeweiligen Transaktionsart und der jeweils anwendbaren öffentlich-rechtlichen Hürden zu bewerten ist. Die Auswahl der vertraglichen Sicherungsmassnahmen hat sich daher konsequent am anwendbaren Rechtsrahmen zu orientieren.[72]

3. Vollzug trotz Hürden

Ein auf einen späteren Zeitpunkt als das *Signing* terminiertes *Closing* wird in der schweizerischen Lehre und Rechtsprechung als *suspensive Bedingung* qualifiziert – und in der Praxis werden die jeweiligen Verträge auch entsprechend formuliert.[73] Bei der Ausgestaltung dieser Bedingungen ist zwischen öffentlich-rechtlichen und vertraglichen Hürden zu differenzieren:

Bei öffentlich-rechtlichen Genehmigungserfordernissen ist zu beachten, dass ein vorzeitiger Vollzug in der Regel unzulässig ist.[74] Eine Missachtung ist oftmals strafbewehrt und der Vollzug müsste gegebenenfalls sogar rückabgewickelt werden.[75] Diese Rechtsfolge führt in der Praxis dazu, dass selbst nachträgliche Bewilligungen – sofern möglich – bereits *ex ante* eingeholt werden.

Davon abzugrenzen sind vertragliche Hürden: Bei Vorliegen solcher Hürden bleibt ein Vollzug durch einen einseitigen Verzicht der begünstigten Partei auf den Bedingungseintritt möglich. Dies bedeutet, dass es die Parteien selbst in der Hand haben, den erfolgreichen Vollzug herbeizuführen. In der Praxis wird dies jedoch regelmässig nur dann der Fall sein, wenn die jeweilige Partei eine entsprechende Gegenleistung erhält. So beispielsweise im Falle, dass der Vollzug eines Unternehmenskaufs unter dem Vorbehalt steht, dass die wichtigsten Kunden auf die Geltendmachung eines Change of Controls verzichtet haben. Sofern nun einige dieser Kunden keine entsprechende Erklärung abgeben, wird der Käufer gegebenenfalls dennoch den Kauf vollziehen, aber meist zu einem tieferen Preis als ursprünglich vereinbart, da diese Kunden nach Vollzug möglicherweise wegfallen.

---

72 Tschäni/Diem/Gaberthüel, 365.

73 Art. 151 des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220); statt vieler: Watter/Schneller, 256.

74 Bspw. gemäss Art. 35 KG.

75 Siehe hierzu die Formulierung gemäss Art. 37 Abs. 4 lit. a KG: «*so kann die Wettbewerbskommission folgende Massnahmen verfügen: die Trennung der zusammengefassten Unternehmen* […]».

4. Treu und Glauben

Bereits aus dem allgemeinen Grundsatz von Treu und Glauben[76] ergibt sich nach Vertragsschluss die Verpflichtung der Parteien, auf die Erfüllung der vereinbarten Vollzugsbedingungen hinzuwirken.[77] Obgleich dieser Grundsatz den Parteien eine breite Pflicht auferlegt, umschreibt er als Generalklausel weder konkrete Handlungs- noch Unterlassungspflichten.[78]

Eine Konkretisierung dieses Prinzips für bedingte Rechtsgeschäfte findet sich in Art. 152 Abs. 1 OR. Demnach ist es einer Partei verwehrt, Handlungen vorzunehmen, welche die Erfüllung ihrer Verbindlichkeit treuwidrig verhindern. Obwohl der Wortlaut primär eine Unterlassungspflicht suggeriert, wird die Norm von der herrschenden Lehre extensiv ausgelegt: Sie statuiert demnach auch eine positive Handlungspflicht, aktiv an der Beseitigung von Vollzugshindernissen mitzuwirken.[79]

Kommt es gleichwohl zu einem treuwidrigen Verhindern des Bedingungseintritts, greift Art. 156 OR.[80] Danach gilt eine Bedingung als erfüllt, «*wenn ihr Eintritt von dem einen Teile wider Treu und Glauben verhindert worden ist*». Im Rahmen von M&A Transaktionen, kann es sich hierbei jedoch nur um die vertraglichen Bedingungen handeln. Sofern nämlich eine behördliche Bewilligung eingeholt werden muss und eine Partei diese wider Treu und Glauben verhindert, bedeutet dies selbstredend nicht, dass diese Bedingung als erfüllt gilt, bzw. die Bewilligung erteilt ist. In einem solchen Falle müsste gemäss den vereinbarten vertraglichen Folgen oder den allgemeinen Grundsätzen des Vertragsbruches vorgegangen werden.

In der Vertragspraxis kommt diesen gesetzlichen Grundsätzen von Treu und Glauben als eigenständige Rechtsgrundlage jedoch eine zumeist nur subsidiäre Bedeutung zu, da sich die Parteien auf konkretere Pflichten stützen.

5. Best Efforts Klauseln

Angesichts der geringen Konturenschärfe der gesetzlichen Mitwirkungspflichten hat sich in der Vertragspraxis die Vereinbarung sogenannter «*Best Efforts-Klauseln*» etabliert. Diese Klauseln konkretisieren die allgemeine Verhaltenspflicht, indem sie die Parteien verpflichten, nach *besten Kräften* auf die

---

76 Art. 2 Abs. 1 des Schweizerischen Zivilgesetzbuches vom 10. Dezember 1907 (ZGB, SR 210).
77 Schenker, 270; Watter/Schneller, 264 f.;
78 Lehmann/Honsell, Art. 2, BSK ZGB I, Rz. 10.
79 Widmer/Costantini/Ehrat, Art. 152, BSK OR I, Rz. 41.
80 Widmer/Costantini/Ehrat, Art. 156, BSK OR I, Rz. 1-4.

Erfüllung von Vollzugsbedingungen hinzuwirken oder Vollzugshindernisse zu beseitigen.[81]

Das Spektrum der in der Praxis anzutreffenden Formulierungen ist breit und reicht von «*best efforts*» über «*reasonable best efforts*» und «*commercially reasonable best efforts*» bis hin zu «*good faith/diligent efforts*», etc.[82] Die exakte juristische Tragweite und Abstufung dieser jeweiligen Formulierungen ist unter schweizerischen Recht bislang nicht abschliessend geklärt.[83] Als gesichert gilt indes, dass eine Best Efforts-Verpflichtung über die Anforderungen von Treu und Glauben und Art. 152 OR hinausgeht.[84] Ebenso kann davon ausgegangen werden, dass «best efforts» eine stärkere Verpflichtung beinhalten als lediglich «reasonable» oder «commercially reasonable best efforts». Bei Ersterem müssten insbesondere auch finanziell bzw. wirtschaftlich belastende Handlungen ergreifen (oder Unterlassungen dulden). Der konkrete Inhalt und die Intensität der geschuldeten Bemühungen (Pflichtendichte) bestimmen sich letztlich durch Vertragsauslegung im Einzelfall.

Aus Gründen der Rechtssicherheit empfiehlt es sich, innerhalb eines Vertragswerks eine konsistente Terminologie zu verwenden oder Abweichungen bewusst zu gestalten und gegebenenfalls gar zu begründen. Besondere Beachtung verdient schliesslich der Umstand, dass ein Anspruch auf Realerfüllung der geschuldeten Handlung nur dann durchsetzbar ist, wenn die «Best Efforts-Verpflichtung» als einklagbare, selbständige Nebenleistungspflicht ausgestaltet ist und nicht bloss als eine nicht einklagbare Verhaltensmodalität.[85]

6. Verpflichtung zur Zusammenarbeit

Erfordert der Vollzug einer Transaktion eine (oder mehrere) behördliche Genehmigung bzw. Meldung, sollten die Transaktionsdokumente diese genau spezifizieren und die benötigten Kooperationspflichten explizit auflisten. Üblicherweise regeln die Parteien vertraglich, welche Partei die erforderlichen Eingaben an die Behörden einreicht und welche Konsultations- und Mitwirkungsrechte, bzw. Pflichten, die andere Partei in diesem Zusammenhang hat. Diese Mitwirkungspflichten werden regelmässig als *Best Efforts* Verpflichtungen ausgestaltet, wodurch die zuständige Partei gehalten ist, das Verfahren

81 Tschäni/Diem/Wolf, 188
82 Wied. 786 ff.
83 Schenker, 271; Watter/Schneller, 272 ff.
84 Watter/Schneller, 274.
85 Watter/Schneller, 275.

mit der gebotenen Sorgfalt zu betreiben und auf eine positive Erledigung hinzuwirken.[86]

Oftmals wird dabei zwischen dem inhaltlichen und dem zeitlichen Aspekt unterschieden: Inhaltlich haben die Parteien die Pflicht, die benötigten Informationen bereitzustellen und die Bewilligung zu erhalten, bzw. Meldung vorzunehmen – aber typischerweise lediglich im Rahmen einer der bereits beschriebenen *Best Efforts*-Pflicht.

In zeitlicher Hinsicht kann hingegen mit stärkeren Verpflichtungen gearbeitet werden, d.h. die eine Partei muss die benötigten Informationen bis zu einem bestimmten Zeitpunkt liefern und die andere Partei die jeweilige Meldung spätestens bis zu einem anderen (späteren) Zeitpunkt eingereicht haben.

Auch wenn diese Pflichten zur Informationsbereitstellung und Einreichen der benötigten Eingaben wohl bereits aus Sicht von Treu und Glauben zu erfüllen wären, ist es empfehlenswert – und in der Praxis üblich – diese Pflichten, möglichst detailliert und mit den jeweiligen Experten in inhaltlicher und zeitlicher Hinsicht koordiniert, in die Transaktionsdokumentation aufzunehmen, ohne eine unerfüllbare Leistungspflicht zu statuieren.[87]

7. Verpflichtung zur Akzeptanz von Auflagen

Obgleich eine Verpflichtung zur Herbeiführung des Genehmigungserfolgs rechtlich nicht begründet werden kann, lässt sich das damit verbundene regulatorische Risiko vertraglich allozieren. Eine solche Möglichkeit ist die sogenannten «*Hell or High Water*-Klausel», welche das Risiko einer behördlichen Auflage vollständig auf den Käufer überwälzt.[88] Im Rahmen einer solchen Klausel wird der Käufer verpflichtet, jegliche von einer Behörde zur Erteilung der Genehmigung geforderten Auflage zu akzeptieren und umzusetzen.[89]

Solche Auflagen betreffen typischerweise den Verkauf von Teilen des Geschäfts, wobei nicht nur Teile des Zielunternehmens, sondern auch bestehende Geschäftsbereiche des Käufers betroffen sein können.[90] Dies kann aus Käufersicht insbesondere dann unangenehm sein, wenn grössere Konzerne oder Private Equity Unternehmen als Käufer auftreten, die weitreichende Verflechtungen haben und somit gezwungen werden könnten, auch

86 Tschäni/Diem/Wolf, 188 f.
87 Diem, Leistungsstörungen, 10 f.
88 Meinhard, 217.
89 Tschäni/Diem/Wolf, 189.
90 Weber/Volz, 269.

«entfernte» Geschäftsbereiche, bzw. solche von anderen Portfoliogesellschaften zu verkaufen.[91]

Im Gegensatz dazu hat der Verkäufer die höchstmögliche Transaktionssicherheit, da die Transaktion unabhängig von möglichen Auflagen oder Bedingungen zu vollziehen sein wird.

Typischerweise werden Konzessionen festgelegt, die der Käufer zur Erlangung behördlicher Genehmigungen zu akzeptieren oder wo zulässig und sachlich geboten anzufechten hat.[92] Solche Auflagen betreffen regelmässig die Veräusserung von Teilen des kombinierten Geschäfts. Betroffen sein können nicht nur Einheiten des Zielunternehmens, sondern auch bereits bestehende Geschäftsteile des Käufers. In der strengen Ausprägung gilt dies als «*komme was wolle*».

In der Praxis deutlich weiter verbreitet ist jedoch die Einigung auf eine Akzeptanzschwelle. Dies bedeutet, dass der Käufer behördliche Auflagen nur bis zu einer bestimmten Messgrösse, welche sich meist auf Umsatz oder EBITDA bezieht, hinnehmen muss.[93] Diese Schwellen werden oftmals im Rahmen von spezifischen wettbewerbsrechtlichen MAC-Klauseln vereinbart und orientieren sich an der Höhe des Material Adverse Events, der auch für andere (negative) Ereignisse zwischen Unterzeichnung und Vollzug gilt.

Die explizite Nennung dieser Grenze in der Transaktionsdokumentation kann insofern problematisch sein, da sie der Genehmigungsbehörde die maximale Konzessionsbereitschaft des Käufers offenlegt und diese versucht sein könnte möglichst nahe an diese Schwelle zu gehen. Sofern rechtlich zulässig wird dieser Grenzwert daher im internationalen Kontext nicht im entsprechenden Transaktionsdokument, sondern in einer vertraulichen Nebenabrede (Side Letter) fixiert. Im Umgang mit Schweizer Bewilligungen dürfte ein solches Vorgehen nicht zulässig sein, da typischerweise die gesamte Transaktionsdokumentation, bzw. zumindest die entsprechenden Passagen, offengelegt werden müssen.

8. Grenzen der Zusammenarbeit

Besondere Beachtung verdienen die regulatorischen Grenzen der Zusammenarbeit, sofern behördliche Zustimmungen eingeholt werden müssen. Zentral

---

91 Siehe dazu auch Tschäni/Diem, M&A XV, 135 mit einer Beispielklausel, ebenso Meinhard, 217.

92 Walter, 192.

93 Meinhardt, 217 f.

zeigt sich diesbezüglich der Begriff des «*Gun Jumping*»[94]. Dieses Verbot untersagt den Parteien, den Vollzug der Transaktion vorwegzunehmen, bevor alle erforderlichen behördlichen Genehmigungen vorliegen.[95] Die zulässige Intensität der Kooperation kann dabei in der Phase vor dem *Signing* anders zu beurteilen sein als in der Phase zwischen *Signing* und *Closing*. So sind die jeweils anwendbaren Schranken im Einzelfall zu beachten, die im Ergebnis zu Unterschieden in der zeitlichen Behandlung führen können – und so ist es durchaus möglich, dass im Rahmen der Due Diligence andere Regeln gelten als nach der Unterzeichnung der Transaktionsdokumente.

Nach schweizerischem Kartellrecht stellt ein vorzeitiger Vollzug einen sanktionsbewehrten Verstoss gegen das Vollzugsverbot dar (Art. 32 II KG und Art. 33 II KG).[96] Darüber hinaus kann der Austausch wettbewerbssensibler Informationen, der über das für die Anmeldung Erforderliche hinausgeht, als unzulässige Wettbewerbsabrede qualifiziert werden (vgl. Art. 5 KG).[97] Die konkreten Verbote und zulässigen Handlungen bestimmen sich nach der jeweils anwendbaren Rechtsordnung und der zuständigen Behörde.

Um diesem Spannungsfeld zwischen der Notwendigkeit des Informationsaustauschs für das Genehmigungsverfahren und dem Verbot der vorzeitigen Koordination zu begegnen, hat sich in der Praxis die Etablierung sogenannter «*Clean Teams*» oder der Austausch lediglich unter den involvierten Anwaltskanzleien bewährt.[98] Diese ermöglichen einen kontrollierten Zugriff auf sensible Daten durch einen begrenzten Personenkreis, um die erforderlichen Anmeldungen vorzubereiten, ohne das unabhängige Marktverhalten der Parteien vor dem *Closing* zu beeinträchtigen.[99]

Ergänzend zu diesen kartellrechtlichen Schranken sind die datenschutzrechtlichen Bestimmungen zu beachten, die dem Umfang und der Art des Informationsaustauschs ebenfalls enge Grenzen setzen. Auch hier finden sich in der Praxis verschiedene Lösungen, wie eben im Rahmen von Clean Teams oder auch mit speziellen sogenannten *Data Sharing Agreements*, in denen die jeweils geltenden Datenschutzbestimmungen zusammen mit den daraus resultierenden Pflichten aufgeführt sind. In der internationalen Transaktionspraxis sind oftmals die EU General Data Protection Regulation 2016/679 (*GDPR*), der

94 Siehe dazu Borer, Art. 32, BSK KG, Rz. 80; Meinhard, 212.
95 Weber/Volz, 279 f.
96 Waser, 104 ff.
97 Weber/Volz, 279 f.
98 Meinhard, 212.
99 Reinert, 190 f.

UK Data Protection Act 2018 sowie das EU-US Data Privacy Framework relevant.

9. Vertragsstrafe: Reverse Break Fee

Um für den Käufer einen zusätzlichen Anreiz zu schaffen, die erforderlichen behördlichen Genehmigungen zu erwirken, kann eine sogenannte *Reverse Break Fee* vereinbart werden.[100] Hierbei handelt es sich um eine Konventionalstrafe, die der Käufer zu entrichten hat, falls die Genehmigungen nicht innerhalb einer vertraglich definierten Frist erteilt werden oder einschlägige Wartefristen nicht ablaufen.[101] Die *Reverse Break Fee* bildet oftmals das vertragliche Pendant zu einer *Break Fee*, die zulasten der Zielgesellschaft vereinbart wird.[102]

Das bei klassischen *Break Fees* im öffentlichen Übernahmerecht diskutierte Problem[103] der unzulässigen Beeinflussung des Willensentschlusses der Aktionäre («*shareholder coercion*») stellt sich bei der *Reverse Break Fee* in der Regel nicht, da die Verpflichtung den Käufer trifft und nicht die Dispositionsfreiheit der Aktionäre der Zielgesellschaft einschränkt. Während die schweizerischen Übernahmekommission die Zulässigkeit von *Break Fees* reglementiert hat, existieren für *Reverse Break Fees* keine expliziten Vorgaben.[104]

Eine Reverse Break Fee kann als Reugeld, Konventionalstrafe oder eine Kombination dieser beiden oder als Wandelpön zu qualifizieren.[105] Dabei wird die Qualifikation davon abhängen, unter welchen Voraussetzungen die Reverse Break Fee geschuldet ist: Sofern sie einzig vom Willen des Käufers abhängt, qualifiziert sie als Reugeld – bei Vorliegen anderer Faktoren liegt eine Konventionalstrafe vor. Bzw. bei einer Kombination aus Willen des Käufers sowie Eintritt anderer Bedingungen, liegt auch eine Kombination aus Reugeld und Konventionalstrafe vor.[106] Die Qualifikation als Wandelpön liegt dann vor, wenn der Käufer (als Schuldner der *Reverse Break Fee*) vom Vertrag zurücktreten kann nach seiner Wahl gegen Leistung der Strafzahlung (eben der *Reverse Break Fee*).[107] Diese Qualifikation ist insofern relevant als dass eine Konventional-

100 Siehe zum Ganzen: Wolfer, 433 ff.
101 Triebold, 225 ff.
102 Siehe dazu im Zusammenhang mit dem öffentlichen Übernahmerecht bspw. Die Verfügung 624/02 Syngenta AG vom 7. März 2016 E. 7.2 Rz 34 ff.; Wolfer 433 ff.; Triebold, 232 ff.
103 Ausführlich hierzu Tschäni/Diem, M&A VII, 65 ff.; Jentsch, 329 ff.
104 Tschäni/Diem/Gaberthüel, 105.
105 Kägi/Hammer, 3.1.
106 Wolfer, 434; Triebold, 235 ff.; siehe auch zur Qualifikation Ehrat, Art. 160, BSK OR I, Rz. 12a.
107 Triebold, 238.

strafe in übermässiger Höhe vom Richter herabgesetzt werden kann,[108] während dies bei dem Reugeld und der Wandelpön nicht möglich ist.[109]

Bei der Bemessung der Höhe der *Reverse Break Fee* ist somit der Grundsatz der Verhältnismässigkeit zu wahren und es sollte sich am grundsätzlich erwarteten Schaden im Fall eines Scheiterns des Angebotes orientiert werden.[110] In der Praxis ergeben sich die Grenzen zudem auch aus der organschaftlichen Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats, sofern dieser pflichtwidrig einer übermässig hohen *Reverse Break Fee* zustimmt.

Wohl auch aufgrund der Möglichkeit eine entsprechende Versicherung abzuschliessen scheinen die *Reverse Break Fees* in den letzten Jahren im internationalen M&A Umfeld tendenziell eher höher bemessen zu werden.

10. Preisanpassung

Als Alternative zu einem Scheitern der Transaktion bei Nichterfüllung von Vollzugsbedingungen kann ein Kaufpreisanpassungsmechanismus vereinbart werden. Dieser dient primär dem Interesse des Verkäufers an der Aufrechterhaltung der Transaktion, indem er den Vollzug des Kerngeschäfts sichert, auch wenn einzelne Bedingungen nicht fristgerecht erfüllt werden.[111] Zusätzlich hat der Verkäufer Rechtssicherheit über die Folgen sofern die vereinbarten Deal-Hürden nicht beseitigt werden können. Sofern nämlich keine solche Vereinbarung vorliegt, besteht die Gefahr, dass ein Käufer entweder ganz von der Transaktion zurücktritt oder nur nach entsprechenden Konzessionen zu einem Vollzug bereit ist.

Anwendungen findet dieser Mechanismus vor allem bei vertraglichen Hindernissen, deren Beseitigung bis zum Vollzug unsicher ist, wie etwa die Durchführung einer komplexen *Carve-out*-Transaktion oder der benötigten Zustimmung einer Drittpartei wie wichtigen Arbeitnehmern, Lieferanten oder Kunden.[112] Durchaus denkbar wäre jedoch auch die Anwendung bei öffentlichrechtlichen Hürden, sofern beispielsweise der Verkauf eines Geschäftsbereiches verlangt wird.

Die daraus resultierende Kaufpreisreduktion wird typischerweise auf zwei Arten bestimmt: Entweder erfolgt sie formelbasiert, indem der Kaufpreis bei-

108 Art. 163 Abs. 3 OR.
109 Wolfer, 436.
110 Tschäni/Diem/Gaberthüel, 104.
111 Tschäni/Diem/Wolf, 168 ff.
112 Gerhard/Hasler, 221 ff.

spielsweise um den Betrag reduziert wird, der sich aus der Anwendung der vereinbarten Multiplikator-Formel auf den entfallenden Umsatz- oder EBITDA-Beitrags des zu veräussernden Geschäftsteils oder des nicht-zustimmenden Kunden. Bei wichtigen Arbeitnehmern kann beispielsweise eine fixe Reduktion für jeden ablehnenden Arbeitnehmer vereinbart werden. Alternativ kann die Höhe der Anpassung durch einen unabhängigen Dritten, etwa einen Schiedsgutachter oder Sachverständigen, verbindlich festgelegt werden.[113]

II. Vermeidung eines Konkurrenzangebots

Ein primäres Interesse des Käufers nach der Vertragsunterzeichnung (*Signing*) ist die Abwehr von Konkurrenzangeboten. Während dies im privaten M&A-Kontext aufgrund der bindenden, wenn auch aufschiebend bedingten Übertragungspflicht in der Praxis selten problematisch ist, erfordert die Situation im öffentlichen Übernahmerecht und bei Fusion kotierter Gesellschaften spezifische vertragliche Schutzmechanismen.[114]

Das zentrale Instrument hierfür sind *No-Shop*-Klauseln, die der Zielgesellschaft und ihrem Verwaltungsrat untersagen, aktiv nach konkurrierenden Angeboten zu suchen.[115] Die Zulässigkeit solcher Klauseln ist jedoch durch die organschaftliche Treuepflicht des Verwaltungsrats, insbesondere durch das Prinzip des *Fiduciary Out*, eng begrenzt.[116] Dieses Prinzip gebietet, dass der Verwaltungsrat in seiner Entscheidungsfreiheit, ein unerbetenes Konkurrenzangebot im besten Interesse der Gesellschaft und ihren Aktionären zu prüfen und allenfalls anzunehmen, nicht unzulässig eingeschränkt werden darf.[117] So hat die schweizerische Übernahmekommission klargestellt, dass Formulierungen, welche dieses Ermessen auf rein finanzielle Überlegenheit beschränken («*superior from a financial point of view*»), unzulässig sind[118]. So möchte die Übernahmekommission sicherstellen, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft über ein freies Ermessen verfügt, um ein allfälliges Konkurrenzangebot

113 Tschäni/Diem/Wolf, 171.

114 Tschäni/Diem/Gaberthüel, 99 ff.

115 Tschäni/Diem, M&A VI, 98.

116 Zu Fiduciary-Out Klauseln in Transaktionsvereinbarungen siehe Diem, öffentliche Kaufangebote, 24 ff.

117 Siehe Art. 133 des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2025 (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG, SR 958.1) und Art. 48 ff. der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA, FinafraV-FINMA, SR 958.111).

118 vgl. Verfügung der UEK 909/01 vom 29. August 2025 i.S. u-blox, Rz. 84.

zu beurteilen.[119] Immerhin zulässig bleibt die Verpflichtung der Zielgesellschaft ein solches Konkurrenzangebot nicht aktiv einzuholen.[120]

Die US-amerikanische Praxis kennt noch das Gegenstück dazu, die sogenannten Go-Shop-Klauseln.[121] Diese erlauben es dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft innert einer definierten Frist aktiv nach besseren/höheren Angeboten zu suchen, oft zu einer reduzierten Vertragsstrafe sofern während dieser Frist ein höheres Angebot abgegeben wird und die erste Transaktion deshalb beendet wird. Der Vorteil dieser Lösung liegt darin, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft Sicherheit hat, dass er das bestmögliche Angebot für die Aktionäre und die Zielgesellschaft eingeholt hat. Und der potentielle Anbieter hat nach Ablauf dieser Frist den Vorteil der erhöhten Transaktionssicherheit, da der Markt als getestet gilt.

Zur weiteren Flankierung werden diese Regelungen häufig durch «*Matching Rights*» und «*Force-the-Vote*» Bestimmungen ergänzt. Das «*Matching Right*» gewährt dem Erstbieter ein Nachbesserungsrecht, um sein Angebot an eine Konkurrenzofferte anzugleichen. Die «Force-the Vote» Klausel verpflichtet den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, das ursprüngliche Angebot den Aktionären auch dann zur Abstimmung vorzulegen, wenn zwischenzeitlich ein überlegenes Konkurrenzangebot eingegangen ist.

12. Unterstützung durch Drittparteien

Bei öffentlichen Übernahmen und Fusionen von kotierten Gesellschaften lässt sich die Transaktionssicherheit durch bindende Verpflichtungserklärungen von Schlüsselaktionären signifikant erhöhen. Zu differenzieren ist dabei zwischen Verpflichtungen zur Stimmabgabe (*Voting Undertakings*), mit denen Aktionäre ihre zustimmenden Voten in der Generalversammlung zusichern, und Andienungsverpflichtungen (*Irrevocables*).[122]

Stimmbindungsvereinbarungen sind grundsätzlich zulässig, haben jedoch einige Schranken zu beachten. Insbesondere gilt dies für das Verbot des Stimmenkaufs, der als unsittlich qualifiziert, sofern die versprochene Gegenleistung in keinem sachlichen Zusammenhang mit der Stimmrechtsverpflichtung steht.[123] Ebenso unzulässig sind Stimmbindungsvereinbarungen sofern sie zur

---

119 Verfügung der UEK 909/01, Rz. 90, mit Verweisen auf frühere Verfügungen der Übernahmekommission.

120 So zumindest implizit die Verfügung der UEK 909/01, Rz. 81 ff.

121 Hopt, 57 f.

122 Häusermann, 673 f.

123 Schärli, Art. 692, BSK OR II, Rz. 11 f.

Umgehung statutarischer oder gesetzlicher Stimmrechtsbeschränkungen dienen, bspw. im Zusammenhang mit Vinkulierungsvorschriften.[124]

Die Andienungsvereinbarungen sind grundsätzlich zulässig, wobei zu beachten ist, dass nach der Praxis der Übernahmekommission die Bindungswirkung entfällt, sobald eine höhere Konkurrenzofferte veröffentlicht wird.[125] Die Andienungsvereinbarung wird in einem solchen Fall also *revocable* und der jeweilige (Gross-)Aktionär bleibt frei, seine Aktien in ein Konkurrenzangebot anzudienen.[126]

Der Einsatz dieser Instrumente bedarf jedoch einer sorgfältigen juristischen Prüfung, um unbeabsichtigte Rechtsfolgen zu vermeiden. Besondere Aufmerksamkeit gilt dabei dem Risiko einer Qualifikation als in gemeinsamer Absprache handelnde Gruppe, welche Offenlegungs- oder gar Angebotspflichten auslösen kann. Der Abschluss von einfachen Andienungsvereinbarungen ohne weitergehende Rechte oder Pflichten ist jedoch nach Praxis der Übernahmekommission nicht von der (verschärften) Meldepflicht nach Art. 134 FinfraG erfasst.[127]

13. USA als Vorreiter?

Zwei aus der US-amerikanischen M&A-Praxis stammende Instrumente verdienen zusätzliche Erwähnung, wenngleich deren Übertragbarkeit auf die schweizerische Rechtsordnung zumindest teilweise nur bedingt möglich ist.

a) Die «Crown-Jewel-Option» als Abwehrmechanismus

Dieses Instrument räumt dem präferierten Bieter das Recht ein, im Falle eines konkurrierenden Übernahmeangebots einen strategisch besonders wertvollen Teil der Zielgesellschaft (das «Kronjuwel») zu erwerben. Der Zweck besteht darin, die Zielgesellschaft für alternative Bieter unattraktiv zu machen und so den initialen Deal abzusichern. Eine solche Vereinbarung dürfte im Anwendungsbereich des schweizerischen Übernahmerechts als unzulässige Abwehrmassnahme qualifiziert werden, die gegen die Pflichten des Verwaltungsrats und das Vereitelungsverbot verstösst.[128] Auch ausserhalb des öffentlichen Kontexts ist sie aufgrund der organschaftlichen Treuepflichten als höchst problematisch einzustufen.

---

124 BGE 113 II 57, 64; statt Vieler: Böckli, Aktienrecht, §8 Rz. 644 und Schärli, Art. 692, BSK OR II, Rz. 12.

125 Tschäni/Diem/Gaberthüel, 107 f.

126 Verfügung 849/03 der Übernahmekommission vom 27. September 2023, Rz. 52 ff.

127 Reutter/Roth Pellanda, Art. 134, BSK FinfraG, Rz. 33 f.

128 Tschäni/Diem/Gaberthüel, 297 f.

b) Die «Applicable Margin Election» zur Sicherung der Finanzierung

Bei M&A Transaktionen besteht das Risiko, dass sich der Vollzug über das vereinbarte Enddatum (*Long-Stop Date*) hinaus verzögert, insbesondere sofern behördliche Zustimmungen eingeholt werden müssen und diese nicht wie vorausgesehen erteilt wurden. Sofern die daran beteiligten Parteien sich auf eine Verlängerung dieses Enddatums einigen, kann dies bei fremdfinanzierten Transaktionen zur ungünstigen Situation führen, dass die in der jeweiligen Finanzierungszusage (*Commitment Letter*) zugesicherte Finanzierung ausläuft und somit nicht mehr verfügbar ist, bzw. nur zu schlechteren (d.h. teureren) Konditionen für den Käufer/Anbieter.

Die «*Applicable Margin Election*» begegnet diesem Risiko, indem sie dem Käufer/Anbieter als Kreditnehmer die Option gewährt, die Laufzeit der Finanzierungszusage durch einseitige Erklärung zu verlängern und an den neuen Zeitplan der M&A Transaktion anzugleichen. Als Gegenleistung für die Ausübung dieser Option entrichtet der Kreditnehmer ab dem ursprünglich vereinbarten Stichtag bis zur tatsächlichen Inanspruchnahme des Kredits eine zusätzliche Gebühr, die sogenannte «*Applicable Margin*». Dieses Instrument dient somit der Synchronisierung der M&A- und Finanzierungszeitpläne und der Absicherung der Finanzierungskonditionen.

Die Formulierungen im Vertrag könnten wie folgt aussehen:[129]

> «*Applicable Margin Election.*
>
> *If on or prior to the Initial Outside Date, the Acquisition Agreement has been amended or otherwise modified to extend the ‹outside date› or any similar term or concept (in each case including as it may be further extended in accordance with the Acquisition Agreement or pursuant to successive amendments) (any such amendment or other modification, a ‹Outside Date Amendment›) to a date later than the existing ‹outside date› or any similar term or concept (in each case including as it may be further extended in accordance with the Acquisition Agreement or pursuant to successive amendments) (the ‹Extended Outside Date›), then, upon the execution of such Outside Date Amendment, the Applicable Margin Election Period shall automatically begin as of the Initial Outside Date (the ‹Applicable Margin Election›).*
>
> *Applicable Margin Election Fee.*

[129] Basierend auf dem Term Loan Credit Agreement datierend vom 23. Juli 2025 im Zusammenhang mit der Acquisition von Sitio Royalties Corp. Durch Viper Energy, Inc., einsehbar unter: <https://www.viperenergy.com/static-files/18a700b2-245e-4ecc-9d11-47cff71d7d04>.

If the Applicable Margin Election is made, then the Borrower will pay to the Administrative Agent (for the ratable account of the Lenders) a fee (the ‹Applicable Margin Election Fee›) equal to […] on the aggregate principal amount of the Commitments. The Applicable Margin Election Fee shall accrue from and after the Initial Outside Date to but excluding the earlier to occur of (i) the Funding Date and (ii) the termination or expiration of the Commitments (such date, the ‹Applicable Margin Election Final Fee Payment Date› and the period from and after the Initial Outside Date to but excluding such date, the ‹Applicable Margin Election Period›). Such Applicable Margin Election Fee shall be due and payable in arrears on the last day of each applicable quarter during the Applicable Margin Election Period and on the Applicable Margin Election Final Fee Payment Date. The Applicable Margin Election Fee shall be computed on the basis of a year of 360 days, and shall be payable for the actual number of days elapsed (including the first day but excluding the last day).

Scheduled Termination of Commitments

Unless previously terminated, the Commitments shall terminate upon the earliest of (i) (A) if the Applicable Margin Election is not made, the date that is […] Business Days after the Initial Outside Date and (B) if the Applicable Margin Election is made, the date that is […] Business Days after, the Extended Outside Date, (ii) the Acquisition Termination, (iii) if the Applicable Margin Election is made, […] years/months following the Initial Outside Date and (iv) the consummation of the Acquisition without the substantially concurrent funding of the Loans.

‹Applicable Margin› means, for any day, with respect to the Loan, based upon the ratings by the Rating Agencies applicable on such date to the Index Debt, a per annum rate equal to […]

‹Maturity Date› means, (a) if the Applicable Margin Election is not made, the date that is […] years/months following the Funding Date or, (b) if the Applicable Margin Election is made, two (2) years following the Initial Outside Date.»

IV. Bewusste Deal Verhinderung

In einer ausgeglichenen Betrachtung darf die Frage nicht vermieden werden, ob es nicht auch Situationen gibt, in denen eine Übernahme verhindert werden sollte – oder gar müsste. Die Literatur und Praxis zu Abwehrmassnahmen sind mangels unfreundlicher öffentlicher Angebote eher begrenzt. Der bekannteste Fall ist wohl die versuchte Übernahme der Sika durch Saint-Gobain,

der immerhin knapp vier Jahre andauerte.[130] Der Verwaltungsrat der Sika AG entschied in diesem Fall, sich gegen die Übernahme der Kontrolle durch Saint-Gobain zu wehren. Eine höchstrichterliche Klärung erfolgte – aus juristischer Sicht bedauerlicherweise – nicht.[131]

Für nicht kotierte Zielgesellschaften erscheint ein solches Vorgehen, also die Abwehr durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, kaum denkbar. Immerhin erwähnte das Kantonsgericht Zug in seinem Urteil im Fall Sika jedoch die Möglichkeit, dass die Neubesetzung des Verwaltungsrates zur Umgehung einer Vinkulierungsbestimmung rechtsmissbräuchlich sein kann, sofern (i) damit einzig bezweckt wird, einen Verwaltungsrat zu bestellen, der die Vinkulierungsvorschrift nicht anwendet und (ii) eine rechtliche Verpflichtung besteht, das Stimmrecht an diesen Wahlen im Interesse des potentiellen Erwerbers auszuüben.[132]

Explizit geregelt im Schweizer Recht sind die Möglichkeiten, bzw. die Grenzen, der Abwehr eines unfreundlich eingeleiteten öffentlichen Kaufangebots im öffentlichen Übernahmerecht.[133] Dabei ist vom Grundsatz auszugehen, dass Abwehrmassnahmen, die aus aktienrechtlicher Sicht üblicherweise in die Kompetenz des Verwaltungsrates fallen, nun in die Kompetenz der Generalversammlung fallen, bzw. die entsprechenden Handlungen verboten sind, wobei dieses Verbot von der Generalversammlung aufgehoben werden kann.[134]

Der Mangel an unfreundlich eingeleiteten öffentlichen Übernahmeangeboten in der Schweiz ist auch deshalb bemerkenswert, weil das Instrument der «Poison Pill», zumindest soweit ersichtlich, nicht etabliert ist. Hierbei handelt es sich um ein aus den USA stammendes Instrument, bei dem der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft unter bestimmten Voraussetzungen eine Kapitalerhöhung mit einem Preisabschlag zu Gunsten der bisherigen Aktionäre durchführen kann. Durch die Ausgabe von solch vergünstigten Aktien würde ein allfälliges öffentliches Übernahmeangebot für den Anbieter deutlich teurer.

Grundsätzlich wäre eine Ausgestaltung der *Poison Pill* über das Kapitalband denkbar, sofern ein entsprechender Vorabbeschluss der Generalversammlung gemäss Art. 132 Abs. 2 Satz 2 FinfraG vorliegt. Dieser erlaubt abwehrende Be-

---

130 Dezember 2014 bis zur gütlichen Einigung im Jahre 2018: <https://www.sika.com/en/media/media-releases/archive/2018/agreement-reached.html>.

131 Wobei zahlreiche Urteile unterer Instanzen ergingen, namentlich durch das Bundesverwaltungsgericht, B-3119/2015 vom 27. August 2015 oder durch das Kantonsgericht Zug, A3 2015 27 vom 27. Oktober 2016.

132 KG ZG, A3 2015 27 E 5.2 ff.

133 Art. 132 Abs. 2 FinfraG und Art. 36 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1).

134 Lusti, II.1.

schlüsse der Generalversammlung ausdrücklich auch vor Veröffentlichung des Übernahmeangebots. Die Übernahmekommission hat im Jahre einen solchen Vorabbeschluss im Fall Kaba Holding explizit zugelassen.[135]

Schliesslich stellt sich die Frage, ob in öffentlichen Übernahmen ein generelles Fiduciary-Out vorzusehen ist, also die Möglichkeit, im Falle eines konkurrierenden Angebots von bestehenden Verpflichtungen zurückzutreten. Die jüngere Praxis der Übernahmekommission weist in diese Richtung, wobei hierfür auf die Ausführungen unter Ziff. III.11. oben verwiesen sei.

V. Praktische Tipps

Abschliessend sei noch auf einige praktische Tipps hingewiesen, die sich in der Praxis zur Erhöhung der Deal-Sicherheit bewährt haben:

- Zentral ist die frühzeitige Identifikation möglicher Risiken und Hürden, namentlich von allfälligen einzuholenden Bewilligungen oder Konzessionen, bzw. einzureichenden Meldungen.
- Dazu gehören die rechtzeitige Einbindung der jeweiligen Experten, die Erstellung eines realistischen Zeitplans mit einer Übersicht der behördlichen und vertraglichen Anforderungen
- Ferner hat, bei Vorliegen entsprechender regulatorischer Grenzen, die sorgfältige Abstimmung zwischen zulässigem Informationsaustausch und der Vermeidung von «Gun-Jumping» stattzufinden.
- Insbesondere im internationalen Kontext bedarf es einer koordinierten Planung der internationalen Gesuche, gerade auch in Bezug auf deren Inhalt, um allfällige Widersprüche zu vermeiden.

Im Zusammenhang mit der Vertragsredaktion und -verhandlung sei nochmals darauf hingewiesen, dass sich nicht jeder Mechanismus für jede Transaktion eignet. Es kommt somit nicht nur auf die jeweilige Transaktionsart (Asset Deal, Share Deal, Fusion, öffentliche Übernahme, etc.) an, sondern jede Konstellation ist eigenständig zu betrachten. Massgeblich sind insbesondere auch die Zusammensetzung der Aktionärsbasis der Zielgesellschaft, die Ausgestaltung der Gegenleistung (Barzahlung oder Aktien), die finanzielle Situation der Zielgesellschaft, der jeweilige Verhandlungsprozess (Auktion oder Direktverhandlung) oder allfällige Abhängigkeiten der Zielgesellschaft von Kunden, Lieferanten oder Mitarbeiter.

---

135 Verfügung der Übernahmekommission 600/01 vom 22. April 2015 in Sachen Kaba Holding AG, Rz. 25 ff.

Ebenso empfiehlt es sich zu prüfen, ob mit Konkurrenzangeboten zu rechnen ist, und eine entsprechende Strategie frühzeitig festzulegen. Insbesondere sofern das eigene Angebot nicht unbedingt das Attraktivste aus finanzieller Sicht ist, könnte die Attraktivität mit erhöhter Deal-Sicherheit gesteigert werden.

Schliesslich sollte das in den Transaktionsdokumenten vereinbarte Enddatum (*Long-Stop Date*) mit besonderer Sorgfalt bestimmt werden, um unangenehme Nachverhandlungen zu vermeiden.

Literaturverzeichnis

Borer Jürg, Art. 32, in: Amstutz Marc/Reinert Mani (Hrsg.), Basler Kommentar, Kartellgesetz, 2. Aufl., Basel 2022, Rz. 80.

Bundesamt für Justiz (BJ), Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland, Merkblatt, Bern 1. Juli 2009 (Stand 7. Januar 2025; zit. Merkblatt BJ).

Diem Hans-Jakob, Leistungsstörungen und Rechtsbehelfe im Unternehmenskauf, in: Hans Jakob Diem (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXII, Zürich 2021, 10 f. (Zit. Diem, Leistungsstörungen).

Diem Hans-Jakob, Öffentliche Kaufangebote – neueste Entwicklungen, in: Hans-Jakob Diem (Hrsg.), Mergers & Acquisitions – Aktuelle Entwicklungen in Recht und Praxis, 24. Zürcher Konferenz zu Merger & Acquisitions, Tagungsband 2021, Zürich 2022, 24 ff. (Zit. Diem, öffentliche Kaufangebote).

Ehrat Peter, Art. 166, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I-(Art. 1-529), 7. Aufl., Basel 2020, Rz. 12a.

Gerhard Frank/Hasler Daniel, Rechtliche Fallstricke bei Carve-out Transaktionen, GesKR 2014, 221 ff.

Häusermann Daniel M., Teil II: Finanzmarktrecht / c) Übernahmerecht / Unwiderrufliche Andienungsverpflichtungen («Irrevocables») und Vertragsfreiheit, in: Weber Rolf H./Stoffel Walter A./Chenaux Jean-Luc/Sethe Rolf (Hrsg.), Aktuelle Herausforderungen des Gesellschafts- und Finanzmarktrechts, Festschrift für Hans Caspar von der Crone zum 60. Geburtstag, Zürich – Basel – Genf 2017, S. 673 f.

Hopt Klaus J., M&A, Due Diligence und Kautelarpraxis (2/2), ZHR 2022, 40 ff.

Jentsch Valentin, Transaktionsvereinbarungen bei öffentlichen Übernahmen: Inhalt, Zulässigkeit und Durchsetzung, Diss. Zürich 2015.

Jörg Florian/Gnos Urs/Olgiati Lorenzo, Mergers & Acquisitions, Basel 2022.

Lehmann Peter/Honsell Heinrich, Art. 2, in: Geisser Thomas/Fountoulakis Christina (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Zivilgesetzbuch I, 7. Aufl., Basel 2022, Rz. 10.

Lusti Dominik, Abwehrmassnahmen des Verwaltungsrates nach Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebotes, GesKR 3/2025 323 ff.

Meinhardt Marcel, Wettbewerbsrechtliche Klauseln in M&A-Verträgen, in: Menghini Fabiano/Ammann Noémie, GesKR 4/2022, S. 431 ff.

Reinert Mani, Wesentlicher Inhalt von Clean-Team-Verträgen, SZK 2024 190 f.

Reinert Mani/Vischer Marius, in: Amstutz Marc/Reinert Mani (Hrsg.), Basler Kommentar, Kartellgesetz, 2. Aufl., Basel 2022 (zit. Reinert/Vischer, Art. …, BSK KG, Rz. …).

Reutter Thomas/Roth Pellanda Katja, Art. 134, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz, Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 33 f.

Schärli Patrick, Art. 692, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II (Art. 530 – 964l), 6. Aufl., Basel 2023, Rz. 11 f.

Schenker Urs, Unternehmenskauf, Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016.

Schleifer Patrick, No Material Adverse Change, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich/Basel/Genf 2004, 53 ff.

Sperling Nicole, Trump Officially Orders TikTok's Chinese Owner to Divest, New York Times vom 14 August 2020, <https://www.nytimes.com/2020/08/14/business/tiktok-trump-bytedance-order.html>.

Triebold Oliver, Deal Protection bei M&A Transaktionen – Ausgewählte Aspekte, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich/Basel/Genf 2009, 225 ff.

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, Die Pflichten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft bei Übernahmeangeboten, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich 2005, 98 ff. (zit. Tschäni/Diem, M&A VII).

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, Vollzug von Aktienkäufen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XV, Zürich 2013, 117 ff. (zit. Tschäni/Diem, M&A XV).

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Gaberthüel Tino, Öffentliche Kaufangebote, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2020.

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. Aufl., Zürich 2021.

Von der Crone Hans Caspar, Aktienrecht, 2. Aufl., Bern 2020.

Walter Stephanie, Die vertragliche Allokation rechtlicher Vollzugsrisiken bei privaten Aktienkäufen, Zürich – Basel – Genf 2019 (= Law & Management Wissenschaft 3), 192 ff.

Waser Astrid, Entwicklungen in der Fusionskontrolle, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXI, Zürich/Basel/Genf 2017, 97 ff.

Watter Rolf/Schneller Yves, Umgang mit Vollzugs- und Übertragungshindernissen in M&A Verträgen, in: Tschäni Rudolf, Mergers & Acquisitions IX, 2007, 223 ff.

Weber Rolf H./Volz Stephanie, Fachhandbuch Wettbewerbsrecht, 2. Aufl., Zürich – Basel – Genf 2023, S. 269 ff.

Widmer Markus/Costantini Renato/Ehrat Peter, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I-(Art. 1-529), 7. Aufl., Basel 2020 (zit. Widmer/Costantini/Ehrat, Art. …, BSK OR I, Rz. …).

Wied Daniel, «Best efforts»-Klauseln im deutschen Recht – Auslegung und Rechtsfolgen, RIW 2013, 768 ff.

Wijesundera Amalie, Praxisentwicklungen im Bereich der Fusionskontrolle, SZKW 2024 100 ff.

Wolfer Marc, Reverse Break Fee-Vereinbarungen, GesKR 3/2012, 433 ff.

Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

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
Hansjürg 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 Hovsepian, 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.

Band 246 **Aufbruchstimmung in der M&A-Landschaft**
27. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2024
Tino Gaberthüel, Matthias Wolf (Hrsg.), mit Beiträgen von Tina Balzli, Brice Bolinger, Dieter Gericke, Marie Klingsporn, Matthias P. A. Müller, Christoph Neeracher, Philippe Seiler, Michael Tschan, Matthias Wolf, 2025 – CHF 60.00.

Band 247 **Der Kapitalmarkt zwischen Flotation (Börsengang) und Naufragium (Restrukturierung): Navigation durch Regulierung und technologischen Wandel**
Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XX – Tagungsband 2024
Thomas U. Reutter, Thomas Werlen (Hrsg.), mit Beiträgen von Sandro Fehlmann, Thomas Müller, Anna Peter, Thomas U. Reutter, Kaan Saritas, Patrick Schärli, Jan Schmid, Michael Urwyler, Philippe Weber, Matthias Zinniker, 2026 – CHF 60.00.

Weitere Publikationen und Monografien

Aktuelle Probleme der WTO
Richard Senti, 2025 – CHF 19.90.

Haftpflichtrecht für künstliche Intelligenz
Warum erst die starke KI unser Haftpflichtregime herausfordert
Markus Winkler, 2025 – CHF 69.90/79.90.

Militärisches Gesundheitswesen
Tagung des Kompetenzzentrums MERH 2025
Thomas Gächter, Christian Kaufmann, Brigitte Tag, Martin Wyss (Hrsg.), mit Beiträgen von Thomas W. Buehrer, Janis Denzler, Thomas Gächter, Daniel Heller, Christian Kaufmann, Frank Rühli, Michael Schaepman, Andreas Stettbacher, Brigitte Tag, Lukas Widmer, Martin Wyss, Georg Zimmermann, 2025 – CHF 39.90/59.90.

Swiss Administrative Law
Felix Uhlmann (Hrsg.), 2026 – CHF 30.90/49.90.

Navigating Digital Safety for Minors in Europe
A Legal Analysis and Comparison
Jutta Oberlin, Sarah von Hoyningen-Huene, 2026 – CHF 34.90/49.90.

Ständemehr ohne Verfassungsgrundlage?
Das Staatsvertragsreferendum sui generis und die Bilateralen III
Martin Dumermuth (Hrsg.), 2026 – CHF 29.90/49.90.

Rare Diseases
Eine interdisziplinäre Betrachtung
Brigitte Tag, Matthias Baumgartner (Hrsg., unter Mitwirkung von Carolin Ehrentraut und Isabel Baur), mit Beiträgen von Tanja Frey, Vanessa Grand, Marinella Gugliotta, Bianca Link, Ilaria Luperi, Sandra Tölle, Ina Vogt, Olivia Wälti, 2026 – CHF 32.90/49.00.

10 Jahre Brexit: Erwartungen und Realität – Lehren für die Schweiz?
Jan Atteslander, Tobias Lock, 2026 – CHF 15.00/32.90.

Bilaterale III: Landesinterne Sicherungen der Demokratie – FOKUS Parlament
Thomas Pfisterer, 2026 – CHF 16.00.

Mosaiksteine aus einem vielfältigen Leben
vom Verfassungsrat über Gerichte, Regierungsrat und Ständerat bis zu internationalen Aufträgen – Festschrift zum 85. Geburtstag von Thomas Pfisterer
Benjamin Böhler, Andreas Glaser, Christian Rathgeb, Martina Suter (Hrsg.), 2026 – CHF 85.00/90.00.

Bilaterale Abkommen III Schweiz-EU
Erste Analysen
Christine Kaddous, Andreas Kellerhals (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi, Thomas Cottier, Stéphanie Dagron, Regula Dettling-Ott, Markus Dieth, Astrid Epiney, Michael Hahn, Simon Hirsbrunner, Christine Kaddous, Andreas Kellerhals, Evelyn Kirchsteiger-Meier, David Kläui, Cornelia Lüthy, Francesco Maiani, Andreas Th. Müller, Matthias Oesch, Benedikt Pirker, Sarah Progin-Theuerkauf, Johannes Rohrmann, Ana Šijaković Kressner, Louise Tinguely, Christa Tobler, Wesselina Uebe, 2026 – CHF 61.00/75.00.

Die 28. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions widmete sich den aktuellen Verschiebungen im Transaktionsumfeld. Unter dem Titel «Mehr Ordnung, weniger Spielraum? – M&A im Wandel der Kräfteverhältnisse» standen insbesondere die zunehmende Regulierung, geopolitische Spannungen und veränderte Marktbedingungen im Fokus.
Die Beiträge dieses Tagungsbands beleuchten zentrale Entwicklungen der M&A-Praxis: die Auswirkungen von De-Globalisierung, Handelskonflikten und Investitionskontrollen, aktuelle Trends im Übernahmerecht sowie den Umgang mit Grossaktionären. Weitere Schwerpunkte bilden die Rolle von Private Equity, Herausforderungen bei der Preisfindung, die vertragliche Zuweisung von Steuerrisiken sowie Fragen der Transaktionssicherheit in einem zunehmend komplexen regulatorischen Umfeld.
Der Band bietet einen vertieften Einblick in die gegenwärtigen Herausforderungen und Entwicklungen im M&A-Markt.

Mit Beiträgen von:

Lukas Aebi
Heiner Braun
Ann-Kathrin Bühler
Mirjam Eggen
Simone Ehrsam
Frank Gerhard
Andreas Hinsen
Urs Kägi
Marc D. Nagel
Matthias Wolf