

Die vertragliche Allokation rechtlicher Vollzugsrisiken bei privaten Aktienkäufen

DISSERTATION
der Universität St. Gallen,
Hochschule für Wirtschafts-,
Rechts- und Sozialwissenschaften
sowie Internationale Beziehungen (HSG)
zur Erlangung der Würde einer
Doktorin der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

Stephanie Walter

von

Löhningen (Schaffhausen)

Genehmigt auf Antrag der Herren

Prof. Dr. Leo Staub

und

Prof. Dr. Dr. Peter Sester

Dissertation Nr. 4927

Difo Druck GmbH, Untersiemaun 2019

Die Universität St.Gallen, Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften sowie Internationale Beziehungen (HSG), gestattet hiermit die Drucklegung der vorliegenden Dissertation, ohne damit zu den darin ausgesprochenen Anschauungen Stellung zu nehmen.

St.Gallen, den 23. Mai 2019

Der Rektor:

Prof. Dr. Thomas Bieger

Vorwort

Besonderer Dank gebührt zunächst meinem Doktorvater, Prof. Dr. Leo Staub, für die wohlwollende Unterstützung und die Freiheit, welche er mir bei der Ausgestaltung der vorliegenden Arbeit gewährt hat. Für die Übernahme des Korreferats dieser Studie möchte ich auch Prof. Dr. Dr. Peter Sester vielmals danken.

Zahlreiche weitere Personen haben zur Entstehung dieser Dissertation beigetragen. Ein herzliches Dankeschön gilt Dr. Fiona Savary und Dr. Simone Walther für ihre wertvollen Tipps während des Dissertationsprojekts. Ebenso danken möchte ich den Rechtsanwältinnen Stefan Brunnschweiler und Dr. Christoph Neeracher, welche mir durch die Zurverfügungstellung von Tatsachenmaterialien und ihre Expertenmeinungen eine praxisnahe Bearbeitung der vorliegenden Thematik ermöglicht haben.

Prof. Dr. Peter Hettich und dem Team des IFF-HSG danke ich für die ebenso schöne wie lehrreiche Zeit am Lehrstuhl und den gegenseitigen Austausch.

Für alles dankbar bin ich meinen Eltern, Dr. med. Urs und Anita Walter, sowie meiner Schwester, Fabienne, die jederzeit für mich da war. Ihnen sei diese Arbeit gewidmet.

Vielmals gedankt sei Sora Meyer für die sorgfältige und kritische Durchsicht des Manuskripts. Für ihre Freundschaft, Geduld und Unterstützung danke ich sodann Sylvia Riesen, Simone Troxler, Gloria von Salis Soglio, Corinna Seiler und Marisa Güntlisberger.

Der Helmuth M. Merlin Stiftung gebührt mein Dank für den geschätzten Förderungsbeitrag zur Realisierung des Dissertationsprojekts.

Zürich/St. Gallen, Mai 2019
Stephanie Walter

Inhaltsübersicht

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XVII
Zusammenfassung	XVIII
Résumé	XIX
Summary	XX
Abkürzungsverzeichnis	XXI
I. Grundlagen	1
A. Einleitung.....	1
B. Vertrag.....	5
C. Aktienkauf.....	7
D. Vollzug.....	58
E. Allokation von Risiken.....	68
F. Kritische Würdigung.....	140
II. Kategorisierung und Identifikation rechtlicher Vollzugsrisiken	141
A. Kategorisierung.....	141
B. Identifikation.....	148
C. Tabellarische Übersicht über die identifizierten Vollzugsrisiken.....	187
III. Vertragliche Allokation	193
A. Vorbemerkung.....	193
B. Risikoallokation zugunsten des Käufers.....	194
C. Risikoallokation zugunsten des Verkäufers.....	218
D. Preisanpassungsmechanismen.....	230
E. Ausgewählte Allokationsklauseln im Ländervergleich.....	237
F. Faktoren einer erfolgreichen Risikoallokation.....	248
G. Grenzen der vertraglichen Risikoallokation.....	250
IV. Gesamtwürdigung und Empfehlungen	251
A. Gesamtwürdigung der Ergebnisse aus Theorie und Praxis.....	251

Inhaltsübersicht

B. Empfehlungen	253
Literaturverzeichnis.....	255
Materialienverzeichnis.....	271
Curriculum Vitae	273

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XVII
Zusammenfassung	XVIII
Résumé	XIX
Summary	XX
Abkürzungsverzeichnis	XXI
I. Grundlagen	1
A. Einleitung	1
1. Überblick	1
2. Zielsetzung.....	2
3. Aufbau	3
4. Abgrenzung.....	3
B. Vertrag.....	5
C. Aktienkauf.....	7
1. Allgemeines	7
2. Kaufvertrag	9
2.1. Vorbemerkung.....	9
2.2. Begriff	9
2.3. Zustandekommen	10
2.4. Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäft.....	10
2.5. Wirkungen	11
2.6. Vertragsform	11
2.7. Der Aktienkaufvertrag als besonderer Kaufvertrag.....	11
a. Begriff	11
b. Zustandekommen	12
c. Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäft	12
d. Wirkungen.....	13
e. Vertragsform	13
f. Vertragsinhalt.....	14

3.	Kaufgegenstand	16
3.1.	Rechtliche Qualifizierung.....	16
3.2.	Rechtliche Eigenschaften von Aktien.....	19
a.	Begriffsbestimmung.....	19
b.	Erscheinungsformen.....	20
c.	Charakteristika	21
4.	Kaufpreis.....	22
4.1.	Vorbemerkung.....	22
4.2.	Unternehmenswert.....	23
a.	Grundlagen.....	23
b.	Behandlung von Schulden und Verbindlichkeiten.....	24
c.	Substanzwert	25
d.	Ertragswert	25
e.	Discounted Cashflow	26
4.3.	Kaufpreisgestaltung	27
a.	Grundlagen.....	27
b.	Fixer Kaufpreis	27
c.	Vorläufiger Kaufpreis	28
d.	Variabler Kaufpreis.....	29
e.	Exkurs: Streitigkeiten im Zusammenhang mit der Kaufpreisgestaltung	29
4.4.	Finanzierung des Kaufpreises.....	30
5.	Vertragsparteien und weitere Mitwirkende.....	31
5.1.	Käufer.....	31
5.2.	Verkäufer.....	32
5.3.	Organe	32
5.4.	Zielunternehmen.....	34
5.5.	Berater	36
6.	Abgrenzung.....	37
6.1.	Betriebskauf	37
6.2.	Aktientausch.....	39
6.3.	Anteilskauf	39
a.	Begriffsbestimmung.....	39
b.	Problemstellung	40
c.	Rechtslage in der Schweiz	40
(1)	Rechtsprechung.....	40

	(2) Lehre.....	40
	d. Rechtslage in Deutschland	42
	(1) Rechtsprechung.....	42
	(2) Lehre.....	43
	e. Rechtslage in Österreich	44
	(1) Rechtsprechung.....	44
	(2) Lehre.....	44
	f. Rechtslage nach US-amerikanischem Recht.....	45
	g. Würdigung	46
7.	Ablauf des Aktienkaufprozesses	47
	7.1. Vorbemerkung.....	47
	7.2. Analyse der Ausgangssituation	48
	7.3. Vorbereitungsphase	48
	7.4. Verhandlungsphase und Vertragsunterzeichnung	49
	7.5. Vollzugsphase	52
	7.6. Integrationsphase.....	52
8.	Exkurs: Motive für einen Unternehmenskauf.....	53
	8.1. Vorbemerkung.....	53
	8.2. Strategische Motive	53
	a. Allgemeines	53
	b. Synergieeffekte	54
	c. Diversifikation	54
	d. Wachstum	55
	e. Corporate Control	56
	8.3. Finanzielle Motive.....	56
	8.4. Persönliche Motive.....	57
D.	Vollzug.....	58
	1. Allgemeines	58
	2. Die Übertragung als Vollzugshandlung des Verkäufers	59
	2.1. Überblick.....	59
	2.2. Verbriefte Inhaberaktien.....	59
	2.3. Verbriefte Namenaktien	60
	2.4. Vinkulierte Namenaktien.....	61
	2.5. Nicht verbrieft Aktien.....	61
	2.6. Als Bucheffekten ausgestaltete Aktien.....	62
	3. Die Bezahlung des Kaufpreises als Vollzugshandlung des Käufers.....	62

4.	Nebenpflichten.....	64
5.	Aktienkauf als Zug-um-Zug-Geschäft.....	65
6.	Organisation und Ablauf des Vollzugs.....	66
E.	Allokation von Risiken.....	68
1.	Allgemeines.....	68
2.	Risiko.....	68
3.	Allokation.....	70
3.1.	Gesetzliche Allokation.....	71
a.	Vorbemerkung.....	71
b.	Leistungsstörungen.....	71
(1)	Übergang von Nutzen und Gefahr.....	72
(2)	Nichterfüllung und Verzug.....	74
(3)	Schlechterfüllung.....	82
c.	Rechtsvergleich der Gewährleistungshaftung.....	110
(1)	Vorbemerkung.....	110
(2)	Rechtslage in der Schweiz.....	111
(3)	Rechtslage in Deutschland.....	113
(4)	Rechtslage in Österreich.....	118
(5)	Rechtslage in den USA.....	121
d.	Würdigung.....	126
3.2.	Vertragliche Allokation.....	128
3.3.	Allokation und Kaufpreis.....	129
3.4.	Allokation als Teilphase des rechtlichen Risikomanagement- Prozesses.....	130
a.	Vorbemerkung.....	130
b.	Übersicht über den Risikomanagement-Prozess.....	131
c.	Risikoidentifikation.....	133
(1)	Allgemeines und Due Diligence.....	133
(2)	Checklisten.....	134
(3)	Management-Interviews.....	134
d.	Risikobewertung.....	135
e.	Risikoentscheid.....	136
(1)	Allgemeines.....	136
(2)	Akzeptanz.....	137
(3)	Vermeidung.....	137
(4)	Reduktion.....	138
(5)	Allokation.....	138
F.	Kritische Würdigung.....	140

II. Kategorisierung und Identifikation rechtlicher Vollzugsrisiken.....	141
A. Kategorisierung	141
1. Allgemeines	141
2. Aktions- und Bedingungsrisiken.....	142
2.1. Aktionsrisiken	142
2.2. Bedingungsrisiken	142
3. Rechtliche und andere Risiken.....	143
3.1. Rechtliche Risiken.....	143
3.2. Andere Risiken	144
4. Direkte und indirekte Risiken	144
4.1. Direkte Risiken.....	144
4.2. Indirekte Risiken	145
5. Grafische Übersicht	147
B. Identifikation	148
1. Vorbemerkung	148
2. Gesellschaftsrechtliche Risiken	148
3. Vermögensrechtliche Risiken	151
3.1. Grundeigentum und Nutzungsrechte an Grundstücken	151
3.2. Immaterialgüter	153
a. Überblick.....	153
b. Marken	154
c. Patente.....	155
d. Urheberrechte.....	156
e. Design	157
f. Lizenzverträge.....	158
4. Vertragsrechtliche Risiken.....	159
4.1. Vorbemerkung.....	159
4.2. Allgemeine vertragliche Risiken	159
4.3. Aktienkaufvertrag.....	160
4.4. Vorfeldvereinbarungen.....	161
4.5. Vorkaufsrechte und Aktionärbindungsverträge.....	162
4.6. Kontrollwechselklauseln	162
4.7. Unzumutbare Fortführung des Vertragsverhältnisses.....	163
a. Ausserordentliches Kündigungsrecht bei Dauerschuldverhältnissen	163

b. Verträge mit höchstpersönlichen Rechten und Pflichten	164
4.8. Arbeitsvertragliche Risiken	164
5. Eventualrisiken	166
6. Prozessrechtliche Risiken	167
7. Umweltrechtliche Risiken.....	168
8. Steuerrechtliche Risiken	169
8.1. Vorbemerkung.....	169
8.2. Geldwerte Vorteile, stille Reserven und Mehrwertsteuer.....	170
8.3. Steuerfolgen	172
9. Regulatorische Risiken	174
9.1. Vorbemerkung.....	174
9.2. Versicherungsrechtliche Risiken	174
9.3. Bankenrechtliche Risiken.....	176
a. Bewilligungen	176
b. Daten und Unterlagen	177
c. Meldepflicht.....	179
9.4. Risiken beim Grundstückerwerb durch Personen im Ausland.....	180
9.5. Compliance.....	182
10. Wettbewerbsrechtliche Risiken.....	183
11. Exkurs: Markt- und Geschäftsrisiken	185
C. Tabellarische Übersicht über die identifizierten Vollzugsrisiken.....	187
III. Vertragliche Allokation	193
A. Vorbemerkung.....	193
B. Risikoallokation zugunsten des Käufers.....	194
1. Vollzugsbedingungen	194
1.1. Allgemeines.....	194
1.2. Als Mittel zur Allokation privatrechtlicher Vollzugsrisiken.....	196
1.3. Als Mittel zur Allokation öffentlich-rechtlicher Vollzugsrisiken.....	199
2. Gewährleistungen, Garantien und verwandte Versprechen	201
2.1. Allgemeines.....	201
2.2. Gewährleistungen.....	203

a.	Vorbemerkung	203
b.	Wirkung der Due Diligence auf die Gewährleistungsansprüche.....	203
c.	Häufig verwendete Zusicherungen.....	205
2.3.	Garantien	208
a.	Vorbemerkung	208
b.	Abgrenzung zwischen Zusicherung und echter Garantie.....	210
c.	Häufig verwendete Garantieabreden.....	211
2.4.	Covenants	212
a.	Vorbemerkung	212
b.	Häufig verwendete Covenants	213
2.5.	Freistellungsverpflichtungen	214
a.	Vorbemerkung	214
b.	Häufig verwendete Freistellungsverpflichtungen.....	215
2.6.	Sicherung der Ansprüche	215
2.7.	Rücktritt vom Vertrag	216
C.	Risikoallokation zugunsten des Verkäufers	218
1.	Modifikation der Rechtsbehelfe.....	218
1.1.	Allgemeines.....	218
1.2.	Nachbesserung.....	219
1.3.	Schadenersatz.....	220
1.4.	Quantitative Haftungsbeschränkungen.....	220
1.5.	Inhaltliche Haftungsbeschränkungen	222
2.	Ausschluss weiterer Rechtsbehelfe.....	223
3.	Modifikation der Verfahrensvorschriften und der Verjährungsfrist	224
3.1.	Verfahrensvorschriften	224
3.2.	Verjährungsfrist.....	225
4.	Weitere vertragliche Bestimmungen zugunsten des Verkäufers.....	226
4.1.	Locked Box-Prinzip	226
4.2.	Sicherung der Kaufpreiszahlung	227
4.3.	Hell or High Water	227
4.4.	Teilliquidationsklausel	228
D.	Preisanpassungsmechanismen	230
1.	Allgemeines	230

Inhaltsverzeichnis

2.	Nettoschuldenausgleich	231
3.	Earn-Out	233
4.	Als Mittel zur Allokation privatrechtlicher Vollzugsrisiken	234
5.	Als Mittel zur Allokation öffentlich-rechtlicher Vollzugsrisiken	235
E.	Ausgewählte Allokationsklauseln im Ländervergleich	237
1.	Einleitung.....	237
2.	Preisanpassungsmechanismen	238
2.1.	Preisanpassungs- und Locked Box-Klauseln.....	238
2.2.	Earn-Out-Klauseln.....	240
3.	Quantitative Haftungsbeschränkungen	241
3.1.	De minimis und Basket-Klauseln.....	241
3.2.	Haftungsobergrenzen.....	243
4.	Zeitliche Haftungsbeschränkungen.....	244
5.	Ausschluss von Gewährleistungsansprüchen bei Kenntnis des Käufers	245
6.	MAC-Klauseln.....	246
F.	Faktoren einer erfolgreichen Risikoallokation	248
G.	Grenzen der vertraglichen Risikoallokation	250
IV.	Gesamtwürdigung und Empfehlungen	251
A.	Gesamtwürdigung der Ergebnisse aus Theorie und Praxis	251
B.	Empfehlungen	253
	Literaturverzeichnis.....	255
	Materialienverzeichnis.....	271
	Curriculum Vitae	273

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Die vier Phasen des Aktienkaufprozesses	47
Abb. 2: Gliederung der Vollzugsrisiken in rechtliche und andere Risiken.	147

Zusammenfassung

Die vorliegende Arbeit behandelt das Auftreten von Rechtsrisiken, die den Vollzug von privaten Aktienkaufverträgen verhindern oder erschweren, und untersucht, wie diesen aufgrund der Eigenheit des Aktienkaufs als indirekte Form des Unternehmenskaufs durch die Rechtsprechung und Lehre sowie in der Praxis begegnet wird. Darüber hinaus liefert die Arbeit Lösungsansätze bezüglich einer effizienten Risikoverteilung. Letzteres erfolgt insbesondere aus rechtsvergleichender und vertraglicher Sicht sowie aus der Perspektive des juristischen Risikomanagements.

Eine Analyse der praktischen Verwendungshäufigkeit ausgewählter Allokationsinstrumente zeigt, dass diese in den untersuchten Rechtskreisen teilweise signifikant voneinander abweichen. Dieser Unterschied ist mitunter auf die kulturellen und regulatorischen Besonderheiten in den untersuchten Rechtsordnungen zurückzuführen.

Die Auseinandersetzung mit den Grenzen der vertraglichen Risikoaufteilung verdeutlicht, dass eine vollständige Aufteilung aller denkbaren Risiken aus einer Kosten-Nutzen-Perspektive unökonomisch wäre, weshalb der Vertrag je nach Risikoneigung der Parteien bewusst auf bestimmte Konfliktszenarien zu begrenzen ist.

Résumé

Cette thèse aborde la question de l'émergence des risques juridiques susceptibles de limiter ou de compliquer les opérations privées de cession d'actions. Cette thèse analyse comment la jurisprudence, la doctrine et la pratique traitent de la particularité de la cession d'actions en tant que forme indirecte d'achats d'entreprises et se propose d'apporter des suggestions quant à la façon de répartir efficacement les risques entre les parties concernées. Ces aspects seront analysés sous une approche de droit contractuel comparé ainsi que de gestion des risques juridiques.

Après avoir analysé la pratique usuelle de certains instruments de répartition utilisés dans les transactions privées, nous avons partiellement constaté des différences significatives entre les ordres juridiques examinés. Ces différences sont principalement attribuées aux questions culturelles et réglementaires.

Nous avons également procédé à une évaluation des limites des risques contractuels de transferts, laquelle indique qu'un degré complet de partage des risques ne serait pas rentable d'un point de vue coûts-avantages. Le contrat d'achat d'actions doit ainsi être explicitement limité à certains scénarios de conflit suivant la proportion au risque des parties concernées.

Summary

This thesis addresses the arising of legal risks which may prevent or complicate the closure of private share deal transactions. It assesses how jurisprudence, doctrine and practice cope with the peculiarity of share deals as an indirect form of company purchases and provides suggestions on how to efficiently allocate the risks between the involved parties. The latter will be achieved from a comparative and contractual law perspective as well as through a legal risk management approach.

An analysis of the practical frequency of selected allocation instruments used in private share deals reveals partially significant differences between the jurisdictions examined. The differences can mainly be ascribed to cultural and regulatory matters.

An assessment of the limits of contractual risk transfers indicates that a full degree of risk sharing would be uneconomical from a cost-benefit perspective. The share purchase contract has, therefore, to be consciously limited to certain conflict scenarios following the risk propensity of the involved parties.

Abkürzungsverzeichnis

a. A.	anderer Ansicht
aArt.	alter Artikel
ABA	American Bar Association
Abb.	Abbildung
ABGB	Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch für die gesamten deutschen Erbländer der Oesterreichischen Monarchie vom 1. Juni 1811
AG	Aktiengesellschaft
AJP	Aktuelle Juristische Praxis
Alt.	Alternative
AltIV	Verordnung über die Sanierung von belasteten Standorten (Altlasten-Verordnung) vom 26. August 1998 (SR 814.680)
Anm.	Anmerkung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz) vom 8. November 1934 (SR 952.0)
BankV	Verordnung über die Banken und Sparkassen (Bankenverordnung) vom 30. April 2014 (SR 952.02)
BBl	Bundesblatt
BEG	Bundesgesetz über Bucheffekten (Bucheffektengesetz) vom 3. Oktober 2008 (SR 957.1)
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz) vom 24. März 1995 (SR 954.1)
BEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung) vom 2. Dezember 1996 (SR 954.11)
BewG	Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland vom 16. Dezember 1983 (SR 211.412.41)
BewV	Verordnung über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland vom 1. Oktober 1984 (SR 211.412.411)

Abkürzungsverzeichnis

BGE	Entscheid(e) des Schweizerischen Bundesgerichts
BGer	Schweizerisches Bundesgericht
BGB	[Deutsches] Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002
BGH	[Deutscher] Bundesgerichtshof
BJ	Bundesamt für Justiz
BSK	Basler Kommentar
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
c.i.c.	culpa in contrahendo
d.h.	das heisst
DCF	Discounted Cashflow
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
StHG	Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer vom 14. Dezember 1990 (SR 642.11)
Diss.	Dissertation
DStR	[Zeitschrift] Deutsches Steuerrecht
E.	Erwägung
EF	[Zeitschrift] Expert Focus
EFTA	Europäische Freihandelsassoziation
EG	Europäische Gemeinschaft
EIZ	Europa Institut Zürich
EJPD	Eidgenössisches Justiz- und Polizeidepartement
ERPL	European Review of Private Law
ESTV	Eidgenössische Steuerverwaltung
et al.	und andere
f.	folgende (Seite oder ähnliches)
ff.	folgende (Seiten oder ähnliches)
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastukturgesetz) (SR 958.1)

FINIG	Bundesgesetz über die Finanzinstitute (Finanzinstitutsgesetz) (SR 954.1)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FN	Fussnote(n)
FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz) vom 3. Oktober 2003 (SR 221.301)
GesKR	Zeitschrift für Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GV	Generalversammlung
h. L.	herrschende Lehre
HAVE	[Zeitschrift] Haftung und Versicherung
HR	Human Resources
Hrsg.	Herausgeber
IP	Immaterialgüter/Intellectual Property
i.S.v./i.S.	im Sinne von/im Sinne
i.V.m.	in Verbindung mit
Kap.	Kapitel
KS	Kreisschreiben
KG	Bundesgesetz über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen (Kartellgesetz) vom 6. Oktober 1995 (SR 251)
KMU	Klein- und Mittelunternehmen
Komm.	Kommentierung
M&A	Merger and Acquisition
MBO	Management-Buy-out
MAC	Material Adverse Change
m. E.	meines Erachtens
MSchG	Bundesgesetz über den Schutz von Marken und Herkunftsangaben (Markenschutzgesetz) vom 28. August 1992 (SR 232.11)
N	Note(n)
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
Ob/OGH	Oberster Gerichtshof der Republik Österreich
OR	Schweizerisches Obligationenrecht vom 30. März 1911 (SR 220)

Abkürzungsverzeichnis

PatG	Bundesgesetz über die Erfindungspatente (Patentgesetz) vom 25. Juni 1954 (SR 232.14)
REACH	Verordnung (EG) Nr. 1907/2006 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Dezember 2006 zur Registrierung, Bewertung, Zulassung und Beschränkung chemischer Stoffe
RdW	[Zeitschrift] Österreichisches Recht der Wirtschaft
Rz.	Randziffer(n)
S.	Seite(n)
Sect.	Section
SemJud	La Semaine Judiciaire
SJZ	Schweizerische Juristen-Zeitung
sog.	sogenannt
SR	Systematische Rechtssammlung
SStR	Schriften zum Steuerrecht
ST	Der Schweizer Treuhänder
StG	Bundesgesetz über die Stempelabgaben vom 27. Juni 1973 (SR 642.21)
StHG	Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden (Steuerharmonisierungsgesetz) vom 14. Dezember 1990 (SR 642.14)
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht
TREX	Der Treuhandexperte
u.a.	unter anderem
UCC	Uniform Commercial Code
US/USA	United States of America/Vereinigte Staaten von Amerika
USG	Bundesgesetz über den Umweltschutz (Umweltschutzgesetz) vom 7. Oktober 1983 (SR 814.01)
VAG	Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsgesetz) vom 17. Dezember 2004 (SR 961.01)
vgl.	vergleiche
VStG	Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer (Verrechnungssteuergesetz) vom 13. Oktober 1965 (SR 642.21)

VStV	Verordnung über die Verrechnungssteuer (Verrechnungssteuer- verordnung) vom 19. Dezember 1966 (SR 642.211)
W&I	Warranty and Indemnity Insurance
WEKO	Wettbewerbskommission
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz der Bundesrepublik Deutschland in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998
z.B.	zum Beispiel
ZBJV	Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins
Ziff.	Ziffer(n)
zit.	zitiert
ZSR	Zeitschrift für Schweizerisches Recht

I. Grundlagen

A. Einleitung

1. Überblick

Unternehmenskäufe in Form des Aktienkaufs¹ werden in der Schweiz nahezu täglich abgewickelt. Die Mehrheit der Transaktionen² erfolgt jedoch nicht im Bereich börsenkotierter Unternehmen³, sondern bei privat⁴ gehaltenen Klein- und Mittelunternehmen (KMU).⁵

Da die formellen Anforderungen an eine gültige Aktienübertragung komplex sind, sich die obligationenrechtliche Sachgewährleistung kaum auf Aktienkäufe anwenden lässt und der Vollzug des Aktienkaufs mit Unsicherheiten einhergeht, kommt der sorgfältigen Ausarbeitung der Vertragswerke hohe Bedeutung zu.⁶ Dabei steht insbesondere die Frage der vertraglichen Risikoallokation⁷, nachfolgend verstanden als die Aufteilung der Risiken zwischen den Parteien, im Zentrum.⁸ Ziel der vertraglichen Regelung ist es, Rechtsicherheit über die gegenseitigen Rechte und Pflichten zu schaffen, das diesbezügliche Konfliktpotential im Falle eines Risikoeintritts zu senken und einen angemessenen Ausgleich entgegengesetzter Parteiinteressen zu schaffen.

¹ Da nach der hier vertretenen Ansicht beim Kauf einer kontrollierenden Mehrheit der Beteiligungen einer Gesellschaft, die Trägerin eines Unternehmens ist, ein *Unternehmenskauf* vorliegt, wird der Aktienkauf nachfolgend als Synonym für eine Form ebendieser verwendet.

² Der Begriff *Transaktion* wird nachfolgend als Synonym für einen wirtschaftlichen Handel verwendet, bei dem Aktien einer Gesellschaft gegen Geld getauscht werden.

³ Vgl. zum Unternehmensbegriff Kap. I.C.5.5.

⁴ Der Begriff *privat* steht in diesem Zusammenhang für nicht börsennotierte Aktien.

⁵ KÜNZLER, S. 70; LUGINBÜHL, S. 1 f.

⁶ BLUM, Rechtsmängel, S. 694.

⁷ Vgl. zum Begriff auch Kap. I.E.3.

⁸ HABERSTOCK, S. 29.

2. Zielsetzung

Die nachfolgenden Ausführungen sollen dazu beitragen, das Auftreten von Rechtsunsicherheiten in Bezug auf den Vollzug von Aktienkaufverträgen zu ermitteln und den Parteiinteressen gerecht werdende Lösungsansätze betreffend die vertragliche Risikoallokation zu erörtern. Hierfür gilt es insbesondere zu untersuchen, welche privatrechtlichen und öffentlich-rechtlichen Vollzugsrisiken⁹ auftreten können, wie die vertraglichen Möglichkeiten aussehen, damit umzugehen und wie die Risiken den Parteien zugerechnet werden können.

Gestützt auf Literatur, Studien und Gespräche mit Experten erfolgt eine Auseinandersetzung mit diesem Themenbereich in der Schweiz sowie hinsichtlich der Gewährleistung und ausgewählter Allokationsinstrumente rechtsvergleichend mit Deutschland, Österreich und den USA.

Im Rahmen des Dissertationsvorhabens sollen insbesondere die folgenden Forschungsfragen behandelt und beantwortet werden:

- Welche Vollzugsrisiken bestehen beim Aktienkauf, und wie lassen sie sich kategorisieren?
- Wie lassen sich die Vollzugsrisiken vertraglich abbilden und den Parteien zuordnen?
- Worin unterscheiden sich die Interessen des Verkäufers betreffend die vertragliche Regelung der Vollzugsrisiken von denjenigen des Käufers?
- In welcher der untersuchten Rechtsordnungen wird der Gewährleistungshaftung aus einer Risikoperspektive am besten Rechnung getragen?

⁹ Vgl. zum Begriff des *Vollzugsrisikos* die Umschreibung in Kap. II.A.1.

3. Aufbau

Der Vollzug des Aktienkaufs stellt den Höhepunkt und zugleich eine der risikobehaftetsten Phasen einer Transaktion dar. Ein erster Teil der Arbeit ist deshalb dieser Thematik gewidmet. Des Weiteren werden die Begrifflichkeiten des Vertrags, des Aktienkaufs und der Allokation von Risiken erörtert.

Im zweiten Teil folgen die Kategorisierung und Identifikation möglicher Vollzugsrisiken, wobei eine Auswahl getroffen und zwischen Aktions- und Bedingungsrisiken, rechtlichen und anderen Risiken sowie direkten und indirekten Risiken differenziert wird.

Gestützt auf die erarbeitete Systematik werden im dritten Teil dieser Studie die vertraglichen Mechanismen im Umgang mit Vollzugsrisiken aufgezeigt sowie deren Zuordnung zu den Parteien vorgenommen. Sodann folgen ein länderübergreifender Vergleich ausgewählter Allokationsinstrumente und eine Auseinandersetzung mit den Erfolgsfaktoren und Grenzen der vertraglichen Risikoallokation.

Im Schlussteil wird eine Gesamtwürdigung der Ergebnisse vorgenommen, und es werden Empfehlungen für die Praxis gegeben.

4. Abgrenzung

Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit bilden Aktiengesellschaften (AGs), deren Beteiligungspapiere privat gehalten werden und die somit nicht an einer Börse kotiert sind.

Die Ausführungen beschränken sich sodann auf einvernehmliche «Eins-zu-Eins»-Transaktionen, bei welchen die Parteien den Unternehmenskauf individuell verhandeln, ohne dass der Käufer während der Verhandlungsphase¹⁰ in direktem Wettbewerb zu anderen Kaufinteressenten steht¹¹.

¹⁰ Vgl. hierzu Kap. I.C.7.4.

¹¹ Anders das Auktionsverfahren, bei welchem Dritinteressenten vom Verkäufer in das Verfahren einbezogen bzw. vom Verkäufer eingeladen werden, Angebote zu unterbreiten. Die Wettbewerbssituation zwischen den potenziellen Käufern hält dabei regelmässig bis zum Abschluss des Kaufvertrags an.

Nicht untersucht werden andere Formen der Unternehmensübernahme wie der Aktientausch, die Fusion, öffentliche oder feindliche Übernahmen und Joint Ventures. Der Betriebskauf und Buy-outs werden an entsprechender Stelle punktuell abgehandelt.

Dem nachfolgend untersuchten Aktienkauf liegt sodann ein Kontrollwechsel¹² zugrunde. Der Erwerb von Minderheitsbeteiligungen findet ausser bei Abgrenzungsfragen nicht Eingang in die Untersuchungen. Ausgeklammert bleiben ebenso generelle Risikofragen wie die Rechtswahl oder mögliche Streiterledigungsmechanismen.

Die nachstehenden Ausführungen gehen weiter davon aus, dass einzig der Käufer oder Verkäufer seinen Sitz bzw. Wohnsitz im Ausland hat, der Sitz bzw. Wohnsitz der Gegenpartei und der Zielgesellschaft hingegen in der Schweiz liegen.

Schliesslich bleibt anzumerken, dass jeder Aktienkauf ein individuelles Vorgehen verlangt, aus praktischen Erwägungen jedoch die in Lehre und Praxis vorherrschenden Vertragsinstrumente aufgezeigt werden.

¹² Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. I.C.6.2.c (2).

B. Vertrag

Im Allgemeinen ist es den Parteien innerhalb der Schranken der Rechtsordnung¹³ frei gestellt, wie sie ihre Ziele erreichen wollen. Als wichtigstes Instrument hierfür dient der Vertrag. Ein Vertragsschluss bedeutet im Idealfall, dass die Parteien sich ihrer Privatautonomie bedienen und ihre rechtlichen Beziehungen individuell gestalten (sog. Vertragsfreiheit).¹⁴ Die Parteien sind dabei nicht an die gesetzlich geregelten Vertragstypen gebunden. Sie können von diesen abweichen und neue Vertragstypen entwickeln (sog. Typenfreiheit).¹⁵

Verträge werden in der Regel geschlossen, weil sich die Vertragspartner davon einen Nutzen erhoffen. Idealerweise profitieren beide Parteien von der vertraglichen Interaktion.¹⁶ Die Realität ist indes oftmals eine andere. Eine Vielzahl der Verträge greift auf vorformulierte Texte zurück und der wirtschaftlich Mächtigere gibt vor, wie die Gestaltung der Vertragsbedingungen auszusehen hat.¹⁷ So stellte GAUCH fest: "*[Das private Vertragsrecht] beruht auf der Idee der Selbstbestimmung, des Konsenses und der Vertragsfreiheit. So steht es in den Büchern, und so wird es auch gelehrt. Die Wirklichkeit jedoch stellt sich differenzierter dar. Denn: Für weite Lebensbereiche ist das private Vertragsrecht ein Herrschaftsrecht. Es wird ausgeübt von den Marktmächtigen [...].*"¹⁸ Dabei tritt die Privatautonomie in Situationen struktureller Ungleichheit in Widerspruch zur Idee der Rechtsgleichheit, wonach beide Seiten grundsätzlich die gleiche Freiheit haben, beliebige Vertragsinhalte zu vereinbaren.¹⁹

¹³ Die Schranken bestehen im Verbot widerrechtlicher und sittenwidriger Abreden (Art. 19, 20 Abs. 1 OR und 27 ZGB). Beim vorliegend untersuchten Aktienkauf stellt sich die Problematik widerrechtlicher Abreden insbesondere im kartellrechtlichen Zusammenhang (vgl. Kap. II.B.10); HAUCK, S. 18.

¹⁴ BÄRTSCHI, S. 434.

¹⁵ HAUCK, S. 17.

¹⁶ LEU, S. 109; BELSER, S. 50.

¹⁷ BÄRTSCHI, S. 434.

¹⁸ GAUCH, S. 228.

¹⁹ MEDER, S. 248 f.

Vertragliche Beziehungen zeichnen sich regelmässig durch eine zeitliche Komponente aus und erschöpfen sich nicht in einem unmittelbaren Leistungsaustausch. Damit verbunden ist die Schwierigkeit, künftige Entwicklungen vorherzusehen. Die Parteien müssen eine Bindung eingehen, die sich je nach Entwicklung als positiv oder negativ erweisen kann und somit von strategischer Unsicherheit geprägt wird. Hinzu tritt die Gefahr unvollständiger oder asymmetrischer Information zwischen den Parteien. Häufig, wenn auch nicht immer, gereicht der einen Partei zum Vorteil, was sich für die andere als nachteilig auswirkt.²⁰

Verträge dienen schliesslich auch als Instrument der Risikoverteilung, denn sie ermöglichen den Transfer von Risiken.²¹ Zwar ist es eine Idee des Rechts, mögliche Risiken nach dem subjektiven strategischen Nutzen einer Partei zuzuordnen, doch werden die gesetzlichen Normen der individuellen Risikofähigkeit der jeweiligen Partei nicht immer gerecht.²² Vertragliche Bestimmungen können daher helfen, mögliche Risiken effizienter als gesetzlich vorgesehen zu verteilen und idealerweise derjenigen Partei zuzuordnen, welche sie mit dem geringsten Aufwand zu tragen vermag. Risikoaverse Parteien können sich beispielsweise von Risiken befreien, indem sie diese gegen Abgeltung einer Prämie auf den Vertragspartner überwälzen.²³

²⁰ LOMFELD, S. 164; LEU, S. 110 f.

²¹ LEU, S. 111.

²² LOMFELD, S. 161, 167.

²³ LEU, S. 111.

C. Aktienkauf

1. Allgemeines

Beim Unternehmenskauf im Kleid des Aktienkaufs, auch als sog. «Share Purchase», «Share Deal» oder «Gesellschafts Kauf» bezeichnet, erwirbt der Käufer alle oder eine kontrollierende Mehrheit²⁴ der Aktien einer Gesellschaft, die ein Unternehmen betreibt.²⁵

Der Aktienkauf ist die *mittelbare* Form des Unternehmenskaufs, da der Käufer die im Unternehmen vorhandenen Vermögenswerte nur *indirekt* erwirbt. Seine Leitungsmacht ergibt sich nicht aus einer Eigentümer- bzw. Inhaberstellung an den einzelnen Vermögenswerten, sondern aus der Einwirkungsmöglichkeit auf das Zielunternehmen, die aus den gekauften Anteilen fließt.²⁶ Dies ist ein fundamentaler Unterschied gegenüber dem Betriebskauf²⁷, welcher insbesondere für die vorliegend zu untersuchende Frage der Zuordnung rechtlicher Vollzugsrisiken eine Rolle spielt.

Das Schweizerische Obligationenrecht (OR) kennt keine Spezialvorschriften für den Kauf von Unternehmen. Als Untertypen des Kaufs werden im OR lediglich der Fahrnis- und der Grundstückskauf geregelt. Aus dem Grundsatz der Vertragsfreiheit ergibt sich aber, dass eine Vereinbarung über den Kauf von Unternehmen grundsätzlich zulässig ist, auch wenn eine entsprechende gesetzliche Bestimmung fehlt.²⁸

²⁴ Kontrollinhaber und damit Träger der Entscheidungsmacht über ein Unternehmen ist, wer die Gesellschaft und damit das Unternehmen beeinflussen kann. Der Einfluss zeigt sich beispielsweise in der Möglichkeit, die Zusammensetzung der Geschäftsleitung, die Geschäftstätigkeit und die Rechtsbeziehungen der Gesellschaft zu bestimmen. Kontrollinhaber einer AG ist damit primär der Verwaltungsrat. Wo aber ein Allein- oder Mehrheitsaktionär herrscht, kann dieser die Kontrolle der Unternehmensleitung ergänzen oder gar ersetzen, soweit nicht ohnehin personelle Identität besteht. WATTER, Unternehmensübernahmen, N 137 ff.

²⁵ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 70 zu § 4.

²⁶ HAUCK, S. 29 f.; S. MEYER, S. 13; LUGINBÜHL, S. 36, 40 f.

²⁷ Vgl. hierzu Kap. I.C.6.1.

²⁸ HAUCK, S. 17, 498.

Mangels Bestehens einer Sonderbestimmung wird der Aktienkauf vom Bundesgericht²⁹ und der Lehre³⁰ als Fahrniskauf nach Art. 187 ff. OR qualifiziert, selbst wenn die Aktien nicht in Wertpapieren verbrieft worden sind. Nach Ansicht des Bundesgerichts³¹ beschränkt Art. 187 Abs. 1 OR den Gegenstand des Kaufs nämlich nicht auf verkündete Rechte oder körperliche Sachen.³²

Grundnorm bildet damit Art. 184 OR, der die wesentlichen Vertragspunkte nennt, auf die sich die Parteien einigen müssen, nämlich Gegenstand, Preis und Austausch der gegenseitigen Verpflichtungen.³³ Damit gelten für den Aktienkauf trotz seiner Vielschichtigkeit die gleichen Rechtsbestimmungen wie für gewöhnliche Kaufgeschäfte.³⁴

Da das gesetzliche Kaufvertragsrecht auf dem Typ des Warenverkaufs basiert, hält es für (leistungsgestörte) Unternehmenskäufe naturgemäss wenig geeignete Lösungen bereit. Dies führt mitunter zu extensiven Verträgen, die das Gesetzesrecht durch individuell gestaltete Klauseln weitgehend ersetzen.³⁵

²⁹ BGE 107 II 419, E. 1; BGer 4A_321/2012 vom 14. Januar 2013, E. 4.2.

³⁰ Vgl. HUGUENIN, N 2329 ff. zu § 28.

³¹ BGE 107 II 419, E. 1.

³² VISCHER, Rechtsgewährleistung, S. 234; K. MÜLLER, S. 181; ERNST, S. 93.

³³ KOLLER, BSK OR I, Komm. zu Art. 184 OR, N 2; MEIER-MAZZUCATO/MONTANDON, S. 223.

³⁴ S. MEYER, S. 16.

³⁵ ZÜRCHER, S. 147.

2. Kaufvertrag

2.1. Vorbemerkung

Um aus einem Kaufvertrag i.S.v. Art. 184 ff. OR Analogieschlüsse auf den Aktienkauf zu ziehen, bedarf es der Kenntnis der betreffenden gesetzlichen Grundlagen. Nachstehend folgt daher eine Übersicht über das Wesen des Kaufvertrags.

2.2. Begriff

Der *Kaufvertrag* ist im OR als eigentlicher Begriff nicht definiert, vielmehr wird er in Art. 184 Abs. 1 OR anhand der durch ihn begründeten Pflichten umschrieben. Demnach verpflichtet der Kaufvertrag den Verkäufer, dem Käufer den Kaufgegenstand zu übergeben (sog. Sachverschaffungspflicht) und ihm das Eigentum daran zu verschaffen (sog. Rechtsverschaffungspflicht), und den Käufer, dem Verkäufer den Kaufpreis zu bezahlen.³⁶

Der Kaufvertrag ist somit ein entgeltlicher Veräußerungsvertrag, bei welchem die Leistung des Käufers in der Bezahlung einer Geldsumme besteht. Ohne Belang ist, ob die Schuld in Währungsgeld (Metall- oder Papiergeld) oder Buchgeld beglichen wird. Von einem Kaufvertrag ist deshalb sowohl dann auszugehen, wenn der Verkäufer nach erfolgter Erfüllung über Geldzeichen verfügt, als auch, wenn ihm durch Giralüberweisung bei einem Geldinstitut ein Guthaben gewährt wird. Dass der Verkäufer diesfalls lediglich über eine Forderung gegenüber dem Institut verfügt, ändert am Vertragscharakter nichts.³⁷

³⁶ LUGINBÜHL, S. 20 f.; HONSELL, OR BT, S. 51 ff.

³⁷ KOLLER, OR BT, S. 10 f.

2.3. Zustandekommen

Das Zustandekommen des Kaufvertrags basiert auf Art. 1 ff. OR. Im Zentrum stehen das Vorliegen eines Konsenses bzw. einer Willensübereinstimmung über die objektiv wesentlichen Vertragspunkte sowie der Wille der Parteien, der vertraglichen Beziehung den Charakter des rechtlich Verbindlichen zu geben (sog. Verpflichtungswille).³⁸ Objektiv wesentlich sind beim Kaufvertrag der Kaufpreis und der Kaufgegenstand. Beide Vertragspunkte müssen jedoch nicht von Beginn an exakt bestimmt sein, es genügt vielmehr, wenn die Kriterien, anhand derer sie sich bestimmen lassen, zu diesem Zeitpunkt bereits vorhanden sind.³⁹

2.4. Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäft

Der Kaufvertrag als schuldrechtlicher Vertrag begründet zwar die Pflicht des Verkäufers zur Übergabe des Kaufgegenstands und des Käufers zur Bezahlung des Kaufpreises (sog. Verpflichtungsgeschäft), das Eigentum am Kaufgegenstand wird damit aber nicht übertragen. Im Verpflichtungsgeschäft ist lediglich die Vorstufe der Verfügung zu erblicken, die nachfolgend als Erfüllung der Verpflichtung ausgeübt wird. Das Recht am Kaufgegenstand, unabhängig davon, ob dieser eine Sache oder ein Recht ist, entsteht erst durch die nachfolgende Verfügungshandlung (sog. Verfügungsgeschäft), die Übergabe⁴⁰ der Kaufsache bzw. die Abtretung der Forderung. Die Erfüllung der Eigentumsverschaffungspflicht ist indes nicht im Schuldrecht, sondern im Sachenrecht⁴¹ geregelt.⁴²

³⁸ BUCHER, OR AT, S. 110, 112.

³⁹ KOLLER, OR BT, S. 14, 16.

⁴⁰ Die Übergabe drückt gemäss KOLLER die Gewahrsamsverschaffung aus. Der Käufer soll die tatsächliche Verfügungsmacht über den Kaufgegenstand erlangen. KOLLER, OR BT, S. 18 f.

⁴¹ Die Eigentumsverschaffung verlangt demnach einen gültigen Kaufvertrag (Kausalitätsprinzip), die Verfügungsbefugnis des Verkäufers sowie ein Verfügungsgeschäft (Eigentumsübertragung). KOLLER, OR BT, S. 18 f.

⁴² LUGINBÜHL, S. 22; HONSELL, OR BT, S. 51 ff.

2.5. Wirkungen

Die Wirkungen des Kaufvertrags bestehen in der Eigentumsverschaffung der Kaufsache und der Bezahlung des Kaufpreises.⁴³ Grundsätzlich sind die genannten Pflichten sofort fällig⁴⁴, weshalb beide Parteien den sofortigen Vertragsvollzug verlangen können⁴⁵.

2.6. Vertragsform

Das OR sieht für den Abschluss von Kaufverträgen (mit Ausnahme des Grundstückkaufs nach Art. 216 OR) keine Formvorschriften vor.⁴⁶ Den Parteien bleibt es nach Art. 16 OR jedoch vorbehalten, Formvorschriften vorzusehen.

2.7. Der Aktienkaufvertrag als besonderer Kaufvertrag

a. Begriff

Wendet man die kaufrechtlichen Bestimmungen auf den Aktienkauf an, bildet der Aktienkaufvertrag (sog. «Share Purchase Agreement») das Kausalgeschäft, durch welches sich der Verkäufer verpflichtet, dem Käufer die Aktien zu verschaffen. Gleichzeitig verpflichtet sich der Käufer, dem Verkäufer einen Kaufpreis zu bezahlen. Mit der Verschaffungspflicht der Aktien verpflichtet sich der Verkäufer zugleich, dem Käufer die Kontrolle und Verfügungsmacht über die im Unternehmen vorhandenen Vermögenswerte einzuräumen. Erst mit der rechtsgültigen Übertragung der Aktien auf den Käufer und im Falle von Namenaktien mit dessen

⁴³ LUGINBÜHL, S. 22; HONSELL, OR BT, S. 59.

⁴⁴ Art. 75 OR.

⁴⁵ Art. 184 Abs. 2 OR vorbehalten.

⁴⁶ BUCHER, OR BT, S. 54.

Eintragung im Aktienbuch entstehen aber dessen Rechte und Pflichten gegenüber der Gesellschaft.⁴⁷

b. Zustandekommen⁴⁸

Zu den Voraussetzungen für ein gültiges Zustandekommen eines Aktienkaufvertrags zählen das Vorliegen eines Konsenses in Bezug auf die beiden wesentlichen Vertragspunkte, d.h. Kaufgegenstand und Kaufpreis, und das Bestehen eines Verpflichtungswillens seitens der Parteien. Der Vertrag kommt nur gültig zustande, wenn der Kaufgegenstand und der Kaufpreis vertraglich so spezifiziert sind, dass sie bestimmt werden können oder zumindest bestimmbar sind.

Auch hinsichtlich des Unternehmens als *wirtschaftlichem* Kaufgegenstand⁴⁹ haben die Willenserklärungen der Parteien übereinzustimmen. Der Konsens muss sich dabei auf den Umfang der wertbildenden Faktoren bzw. die bewertungsfähigen Mittel und Kräfte, die in ihrer Gesamtheit das Unternehmen ausmachen, richten.⁵⁰

c. Verpflichtungs- und Verfügungsgeschäft

Auch wenn sich der Verkäufer im Aktienkaufvertrag schuldrechtlich dazu verpflichtet hat, dem Käufer das Unternehmen *als Ganzes* zu veräußern, besteht die dingliche Verfügungshandlung in der Übergabe der Aktien selbst. Es wird somit nicht das Unternehmen als solches, sondern es werden die Aktien an der Gesellschaft, welche Trägerin des Unternehmens bleibt, übertragen. Dies hat zur Konsequenz, dass beim Aktienkauf das Verpflichtungs- und das Verfügungsgeschäft nicht den gleichen Gegenstand haben.⁵¹

⁴⁷ VOSER, S. 2; HAUCK, S. 29.

⁴⁸ Der Ablauf des Aktienkaufprozesses wird in Kap. I.C.7. näher erläutert.

⁴⁹ Da bei juristischer Betrachtung die Aktien der betreffenden Zielgesellschaft den Kaufgegenstand bilden, ist der *rechtliche* Kaufgegenstand ein anderer.

⁵⁰ LUGINBÜHL, S. 31.

⁵¹ LUGINBÜHL, S. 32 f. (FN 37), 41; HONSELL, OR BT, S. 45 f.

Entscheidend für die Verfügungshandlung ist, ob die Aktie in einem Wertpapier verbrieft worden ist und welche Art von Wertpapier vorliegt. Die diesbezügliche Übertragungshandlung wird in Kap. I.D.2 näher besprochen.

Im Vergleich zum klassischen Fahrniskauf, bei welchem das Verpflichtungs- und das Verfügungsgeschäft zeitlich zusammenfallen, gestaltet sich der Aktienkauf als ungleich komplizierter. Das Verpflichtungs- und das Verfügungsgeschäft fallen je nach Unternehmensgrösse und regulatorischem Umfeld regelmässig zeitlich auseinander.⁵²

d. Wirkungen

Die typische kaufvertragliche Wirkung besteht beim Aktienkauf im Austausch der Aktien gegen Bezahlung des Kaufpreises.

Das Rechtsgeschäft ist für den Käufer jedoch erst perfekt, wenn ihm das Recht am Unternehmen eingeräumt worden ist. Die Verpflichtung des Verkäufers geht daher über die Übertragung der Aktien hinaus. Er muss dem Käufer die Möglichkeit verschaffen, unabhängig und nach seinem Belieben über das Unternehmen bestimmen zu können.⁵³

e. Vertragsform

Zwar sind Aktienkaufverträge nicht an Formvorschriften⁵⁴ gebunden und können somit mündlich geschlossen werden, doch wird der Erwerb eines kontrollierenden Aktienpakets⁵⁵ oder des gesamten Aktienkapitals aufgrund des komplexen Regelungsgegenstands üblicherweise schriftlich abgefasst.⁵⁶

⁵² LUGINBÜHL, S. 29; ENGELHARDT, S. 13.

⁵³ LUGINBÜHL, S. 34.

⁵⁴ Art. 11 OR.

⁵⁵ Vgl. hierzu Kap. I.C.6.2.c (2).

⁵⁶ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 219 f.

Um zu verhindern, dass es bei der Einigung über die wesentlichen Vertragspunkte unbewusst zu einem mündlichen Vertragsabschluss kommt, ist vor den Vertragsverhandlungen festzuhalten, dass die Parteien nur gebunden sein wollen, wenn sie einen schriftlichen Kaufvertrag abschliessen. Ein solcher Vorbehalt gilt selbst dann, wenn er lediglich einseitig, d.h. von einer der Parteien, angebracht worden ist.⁵⁷

f. Vertragsinhalt

Der Inhalt von Aktienkaufverträgen ist oftmals umfangreich. Diese Tatsache ist einerseits darauf zurückzuführen, dass Unternehmen komplexe Kaufgegenstände sind, die von den dispositiven gesetzlichen Bestimmungen des Kaufrechts nicht angemessen erfasst werden. Andererseits knüpft das Gewährleistungsrecht bei Aktienkäufen, wie noch zu zeigen sein wird, am *rechtlichen* Kaufgegenstand der Aktie an. Dies hat zur Folge, dass sich die Gewährleistungshaftung nicht auf das Unternehmen erstreckt und somit von den Parteien vertraglich festgelegt werden muss. Die Ausführlichkeit der Aktienkaufverträge liegt aber auch am anglo-amerikanischen Einfluss auf die hiesige M&A-Praxis⁵⁸. Verträge von Common Law Staaten⁵⁹ fallen naturgemäss länger und detaillierter aus, da mangels gesetzlicher Kodifizierung nahezu sämtliche Eventualitäten im Vertrag selbst geregelt werden müssen.⁶⁰

Aufgrund der individuellen Eigenheiten eines Unternehmens und den spezifischen Bedürfnissen der Parteien hat sich der Vertragsinhalt nach den in den Verhandlungen erzielten Lösungen zu richten. Entsprechend existiert kein allgemeingültiger

⁵⁷ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 220.

⁵⁸ M&A steht für *Merger and Acquisition* und bedeutet übersetzt Fusion und Kauf bzw. Erwerb.

⁵⁹ Vgl. zum Begriff die Ausführungen in Kap. I.E.3.1.d (4).

⁶⁰ K. MÜLLER, S. 201; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 1 zu § 4; THIERRICHTER, S. 319.

Standardvertrag. Dennoch hat sich in den vergangenen dreissig Jahren ein bestimmter Vertragstyp entwickelt, auf den die Mehrheit der M&A-Praktiker in der Schweiz zurückgreift.⁶¹

Die nachstehenden, im weiteren Verlauf der vorliegenden Arbeit teils noch zu untersuchenden Vertragspunkte werden in der Regel in einen Aktienkaufvertrag aufgenommen.⁶²

- Bestimmung des Kaufgegenstands (Aktien)⁶³ und des Kaufpreises (mit allfälligen Kaufpreisanpassungsmechanismen und Zahlungsmodalitäten);
- Vollzugsbedingungen (sog. «Closing Conditions»), die in der Regel mit aufschiebender Wirkung (sog. «Conditions Precedent») versehen sind;
- Verhalten zwischen Unterzeichnung und Vollzug des Kaufvertrags (sog. «Conduct of Business»);
- Ablauf des Vollzugs (sog. «Closing»)⁶⁴;
- Gewährleistungen und Garantien (sog. «Representations and Warranties») des Verkäufers;
- Haftungslimitierungen (zeitlich und betragsmässig) und Rechtsbehelfe bei Gewährleistungsverletzungen (sog. «Remedies»);
- allenfalls ein- oder zweiseitige sog. «Break-up Fee»-Vereinbarungen zur Regelung des Kostenersatzes für den Fall, dass der Transaktionsprozess aus bestimmten, vertraglich vereinbarten Gründen (beispielsweise infolge mangelnder Zustimmung der Wettbewerbsbehörde oder fehlender regulatorischer Bewilligung) nicht vollzogen werden kann;

⁶¹ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 19, 222; ZÜRCHER, S. 145.

⁶² Der nachstehende Abschnitt ist eine Zusammenstellung aus TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 43, und LAMBERT, S. 13.

⁶³ Die Aktien sind anhand des Handelsregisterauszugs und bei Vorliegen von Namenaktien anhand des Aktienbuchs zu umschreiben. Im Beschrieb sind der Name der AG, die Firmennummer, der Nennwert, die Art und Anzahl der Aktien sowie die Aktien- und gegebenenfalls die Zertifikatsnummern zu nennen. VISCHER/HÄNNI, S. 618.

⁶⁴ Unter *Closing*, einem aus der anglo-amerikanischen Rechtspraxis übernommenen Begriff, ist nach schweizerischer Rechtsauffassung ein zentraler Zäsurpunkt zu verstehen, an dem der Unternehmenskauf vollzogen wird. LUGINBÜHL, S. 114.

- Auflagen für den Verkäufer (z.B. Konkurrenz- und Abwerbeverbote);
- Auflagen für den Käufer (z.B. Arbeitsplatzgarantie und Anspruchsverzicht gegenüber den Organen);
- Kostenaufteilung;
- Rechtswahl und Streiterledigungsmechanismus (z.B. Gerichtsstandsvereinbarung oder Schiedsklausel).

3. Kaufgegenstand

3.1. Rechtliche Qualifizierung

Eine eingehende Auseinandersetzung mit der rechtlichen Qualifikation des Kaufgegenstands beim Aktienkauf ist deshalb erforderlich, weil daran die Haftung für die Leistungsstörungen anknüpft.

Wie gesehen, bilden beim Aktienkauf die Beteiligungen des Unternehmensträgers⁶⁵, die von der AG ausgegebenen Aktien, den *unmittelbaren* bzw. *rechtlichen* Kaufgegenstand. Wie nachfolgend noch zu zeigen sein wird, fließen aus der Aktie die Mitgliedschafts- und Vermögensrechte des Aktionärs. Da der Verkäufer primär die Übertragung der genannten Rechte schuldet, stellt sich der Aktienkauf als Kauf ebendieser Rechte dar, weshalb (zumindest formal betrachtet) ein Recht Kaufgegenstand ist.⁶⁶

Der Käufer erwirbt mit der Übertragung sämtlicher oder nahezu⁶⁷ sämtlicher Aktien die Kontrolle über das der Unternehmensträgerin gehörende Unternehmen, welches den *mittelbaren* bzw. *wirtschaftlichen* Kaufgegenstand bildet. Die Ver-

⁶⁵ Die AG als Unternehmensträgerin ist Inhaberin der Rechte, der Vermögenswerte und der Verpflichtungen des Unternehmens. Sie ist von diesem grundsätzlich unabhängig und bestimmt einzig, in welcher Form das Unternehmen nach aussen in Erscheinung tritt. LUGINBÜHL, S. 9.

⁶⁶ HAUCK, S. 29.

⁶⁷ Vgl. hierzu die Ausführungen unter Kap. I.C.6.2.c (2).

mögensbestandteile des Zielunternehmens verbleiben unverändert beim Unternehmensträger, eine aufwendige Übertragung der einzelnen Aktiven und Passiven unterbleibt.⁶⁸

Das Bundesgericht hat in seiner bisherigen Rechtsprechung⁶⁹ zum Aktienkauf eine enge Auslegung des Kaufgegenstands vorgenommen und nur die Aktientitel, nicht aber das von der Gesellschaft betriebene Unternehmen, als Kaufgegenstand qualifiziert.⁷⁰ Als Begründung wird angeführt, dass es eine einheitliche dingliche Behandlung des Unternehmens als Rechtsobjekt nicht gebe.⁷¹ Dies ist insofern relevant, als der Verkäufer damit nicht für allfällige Mängel am Unternehmen einstehen muss.⁷²

Die Auffassung des Bundesgerichts wird im Schrifttum⁷³ als formalistisch, unzeitgemäss und realitätsfremd kritisiert.⁷⁴ Nach Ansicht der Lehre⁷⁵ bilden nicht die Aktien, sondern bildet das Unternehmen den eigentlichen Kaufgegenstand. Nach WATTER ist der Kaufgegenstand beim Kauf einer kontrollierenden Aktienmehrheit nämlich nach wirtschaftlichen Aspekten zu würdigen⁷⁶. Jedenfalls dann, wenn der Parteiwille⁷⁷ auf den Kauf der Kontrolle des Unternehmens gerichtet ist. Weiter wird argumentiert, dass ein Kaufvertrag, der alle Aktien einer AG übertrage, auf die Verschaffung der Verfügungsmacht über das Unternehmen abziele. Es

⁶⁸ K. MÜLLER, S. 201; S. MEYER, S. 12; WATTER/WIESER, S. 153; HAUCK, S. 29 f.

⁶⁹ Vgl. BGE 107 II 422.

⁷⁰ AMSTUTZ, S. 1109; BUCHER, OR BT, S. 62.

⁷¹ LUGINBÜHL, S. 48.

⁷² HAUCK, S. 29; BUCHER, OR BT, S. 62.

⁷³ Vgl. VISCHER, Sachgewährleistung, S. 362 (FN 3); BALDI, S. 139 ff.

⁷⁴ WATTER/WIESER, S. 152 f.; Urteil des Waadtländer Kantonsgerichts vom 29. April 1977, in: SJZ 11/1977, S. 28 ff.

⁷⁵ BÖCKLI, Gewährleistungen, S. 62; HAUCK, S. 506 ff.; VISCHER, Rechtsgewährleistung, S. 233; WATTER/WIESER, S. 152.

⁷⁶ WATTER, Unternehmensübernahmen, N 285.

⁷⁷ Art. 18 OR.

komme daher überspitztem Formalismus gleich, lediglich die Aktien als Gegenstand des Kauf- und Verkaufswillens zu qualifizieren.⁷⁸

Effektiv ist die Übergabe der Aktien einzig Mittel zum Zweck. Sie verschaffen dem Käufer rechtlich die beabsichtigte Leitungsmacht über das Unternehmen und die diesbezüglichen Nutzungsrechte. Sodann sollte auch dem Verkäufer aufgrund der Vertragsverhandlungen klar sein, dass Gesprächsgegenstand, Grundlage für die Preisfestlegung und Absicht des Käufers nichts anderes als das bislang vom Verkäufer beherrschte Unternehmen sein kann.⁷⁹

Dennoch lässt sich argumentieren, dass sich durch den Aktienkauf nichts an den Eigentumsverhältnissen des Unternehmens ändert, da die AG Trägerin des Unternehmens bleibt.⁸⁰ Es wird vielmehr eine dem Eigentum vergleichbare Gewalt über das Gesellschaftsvermögen geschaffen, welche wirtschaftlich einem Kauf der Aktiven und Passiven gleichkommt.⁸¹

Summarisch betrachtet ist der Kaufgegenstand eines Aktienkaufs somit doppelter Natur: Zum einen besteht er in einer die Kontrolle des Unternehmens ermöglichenden Anzahl Aktien. Zum anderen besteht er im Unternehmen selbst, das als Gegenstand des übereinstimmenden Parteiwillens zu sehen ist.

⁷⁸ Vgl. ISLER, S. 5; VISCHER, Sachgewährleistung, S. 362; HAUCK, S. 506; WATTER/WIESER, S. 152; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 62; SCHENKER, Post Closing Litigation, S. 81 ff.

⁷⁹ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 63 f.

⁸⁰ Vgl. hierzu BALDI, S. 106.

⁸¹ LUGINBÜHL, S. 52.

3.2. Rechtliche Eigenschaften von Aktien

a. Begriffsbestimmung

Die rechtliche Terminologie unterscheidet drei verschiedene Bedeutungen des Begriffs der Aktie.⁸² Die Mehrdeutigkeit erklärt sich wie folgt: Die Aktie verkörpert einerseits die Beteiligung des Aktionärs am Eigenkapital der Gesellschaft, andererseits sind im Aktientitel auch dessen Mitgliedschafts- und Vermögensrechte enthalten. Der diesbezügliche Umfang und die Modalitäten ergeben sich aus dem Gesetz, den Statuten, Reglementen und Beschlüssen der Generalversammlung und des Verwaltungsrats der Gesellschaft.⁸³ Schliesslich bezeichnet man auch die Urkunde, die von der Gesellschaft als Mitgliedschaftsbescheinigung ausgestellt wird, als Aktie. Dem Begriff kommen somit die Bedeutung des Kapitalanteils, der Mitgliedschafts- und Vermögensrechte und der Urkunde⁸⁴ zu.⁸⁵

Das Bundesgericht äusserte sich in einem bereits älteren diesbezüglichen Entscheid⁸⁶ dahingehend, dass der Kauf einer Aktie augenscheinlich auf die in ihr verbrieften Aktionärsrechte abzielt, nicht auf das Papier, welches die Rechte materiell abbildet. Dieser Überlegung ist zuzustimmen. Die Urkunde ist für den Käufer nämlich nur insofern von Belang, als sie dazu geeignet ist, die Mitgliedschafts- und Vermögensrechte auf ihn zu übertragen. Wie noch klarer zum Ausdruck kom-

⁸² BALDI, S. 16 f.

⁸³ VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, Rz. 249; MORSCHER, Komm. zu 622 OR, N 1.

⁸⁴ Nach Ansicht eines Teils der Lehre liegt beim Erwerb verbrieftter Aktien ein Sachkauf vor. Vgl. HONSELL, OR BT, S. 45 f.; LUGINBÜHL, S. 59 (FN 43); HAUCK, S. 37.

⁸⁵ BALDI, S. 16 f.

⁸⁶ BGE 43 II 493.

men wird, ist der Begriff der Aktie für die vorliegende Arbeit als Mitgliedschaftsrecht zu verstehen.⁸⁷ Anzumerken ist jedoch, dass die Sachqualität der Aktie mit Einführung des Bucheffektensystems⁸⁸ ohnehin an Bedeutung verloren hat.⁸⁹

b. Erscheinungsformen

Aktien sind Wertpapiere im Sinne von Art. 965 ff. OR. Sie können als Inhaber- oder Namenaktien ausgegeben werden⁹⁰. Aktientitel, die auf den Inhaber lauten, sind nach Art. 978 OR wertpapierrechtlich als Inhaberpapiere zu qualifizieren. Namenaktien sind hingegen nicht eigentliche Namen- sondern Ordre-Papiere⁹¹.⁹² Das Gesetz normiert in Art. 973c OR, dass die Gesellschaft Rechte mit gleicher Funktion wie Wertpapiere ausgeben kann, wenn dies in den Statuten vorgesehen ist. Aktien, die infolge statutarischer Beschränkung nicht in einem physischen Wertpapier verbrieft worden sind, werden als Wertrechte bezeichnet.⁹³ Dem Gesellschafter wird weder eine Aktienurkunde noch ein physisches Zertifikat ausgegeben. Statutarisch wird hierfür der Anspruch auf die Auslieferung der Urkunde wegbedungen und für Namenaktien der aufgehobene Titeldruck bestimmt, wäh-

⁸⁷ BALDI, S. 18.

⁸⁸ Die Botschaft zum Bucheffektengesetz hält fest, dass eine Bucheffekte alle Merkmale eines Wertpapiers aufweisen soll, ohne dass es sich dabei um eine Sache im Sinne der schweizerischen Rechtsordnung handelt. Es fehlt ihr an der Körperlichkeit und damit an der Sachqualität. SCHWEIZERISCHER BUNDESRAT, Botschaft zum Bucheffektengesetz sowie zum Haager Wertpapierübereinkommen vom 15. November 2006, BBl 2006, S. 9339; STEINER, S. 20, 49. Zum Begriff der *Bucheffekte* vgl. FN 96.

⁸⁹ ERNST, S. 93 f.

⁹⁰ Art. 622 Abs. 1 OR; Soll nach Art. 622 Abs. 3 OR die Möglichkeit der Umwandlung in die andere Aktienart bestehen, muss dies nach Art. 627 Ziff. 7 OR zwingend in den Statuten vorgesehen werden. Das Ausgeben beider Aktienarten nebeneinander ist nach Art. 622 Abs. 2 OR zwar zulässig, im Zuge des Trends zur Einheits-(Namen-)Aktie jedoch relativ selten geworden. WALDBURGER, Komm. zu 622 OR, N 2.

⁹¹ Art. 1145 i.V.m. Art. 684 Abs. 2 OR.

⁹² MORSCHER, Komm. zu 622 OR, N 1; WALDBURGER, Komm. zu 622 OR, N 1.

⁹³ WALDBURGER, Komm. zu 622 OR, N 9.

rend für Inhaberaktien die Verbriefung des gesamten Aktienkapitals in einer Globalurkunde⁹⁴ die Regel ist.⁹⁵ Aktien können den Voraussetzungen des Bucheffektengesetzes (BEG) entsprechend auch als Bucheffekten⁹⁶ ausgestaltet werden.⁹⁷ Die Rechtsstellung des Aktionärs besteht jedoch unabhängig von der physischen Ausgabe des Aktientitels.⁹⁸

c. Charakteristika

Aktien lauten auf einen Nominalbetrag bzw. Nennwert, der nach Art. 622 Abs. 4 OR mindestens einen Rappen betragen muss und nach Art. 626 Ziff. 4 OR in den Statuten sowie im Handelsregister anzugeben ist.⁹⁹ Die Summe sämtlicher Aktiennennwerte entspricht dem Aktienkapital. Die Funktion des Nennwerts besteht hauptsächlich in der Bemessung der Vermögens- und Stimmrechte des Aktionärs.¹⁰⁰ Vom Nennwert zu unterscheiden ist der innere Wert einer Aktie. Dieser bemisst sich nach dem Vermögen und der Ertragskraft des Unternehmens. Gehandelt werden die Aktien zum Marktwert, der sich aus dem Zusammenwirken von Angebot und Nachfrage ergibt.¹⁰¹

⁹⁴ Globalurkunden sind Sammelurkunden für Wertpapiere, welche deren Aufbewahrung und Handel vereinfachen.

⁹⁵ MORSCHER, Komm. zu 622 OR, N 6.

⁹⁶ Nach Art. 3 Abs. 1 BEG sind Bucheffekten vertretbare Forderungs- oder Mitgliedschaftsrechte gegenüber dem Emittenten, die einem Effektenkonto gutgeschrieben sind. Der Kontoinhaber kann innerhalb der gesetzlichen Schranken über sie verfügen. Bucheffekten haben stets einen zugrundeliegenden Basiswert, der in einem Wertrecht, sammelverwahrten Wertpapier oder einer Globalurkunde besteht. Als Bucheffekte gilt auch jedes nach ausländischem Recht verwahrte Finanzinstrument und jedes Recht an einem solchen Finanzinstrument, dem eine vergleichbare Funktion zukommt (Art. 3 Abs. 1^{bis} BEG).

⁹⁷ Art. 6 BEG.

⁹⁸ BGE 83 II 445, E. 4; WALDBURGER, Komm. zu 622 OR, N 9.

⁹⁹ BÖCKLI, Aktienrecht, N 4 zu §4.

¹⁰⁰ MORSCHER, Komm. zu 622 OR, N 7.

¹⁰¹ VOGT, § 13.1 und § 13.1.3.

Die auf die Übertragung von Aktien anzuwendenden Regeln¹⁰² sind von der jeweiligen Wertpapierform abhängig. Sie werden jedoch insbesondere bei vinkulierten Namenaktien durch das Aktienrecht modifiziert.¹⁰³

4. Kaufpreis

4.1. Vorbemerkung

Der Kaufpreis ist als kommerzielle Grösse zu verstehen, die aus Verhandlungs- und Bewertungskompromissen zwischen dem Käufer und dem Verkäufer entsteht.¹⁰⁴ Relevant für die Preisfindung ist auch die Frage, wer welche Rechtsunsicherheiten bezüglich der Transaktion zu tragen hat.

Aus juristischer Sicht muss der Kaufpreis im Kaufvertrag ziffernmässig bestimmt oder zumindest bestimmbar sein. Letzteres ist gegeben, wenn der Vertrag eine Formel oder ein Verfahren zur Berechnung des Preises enthält.

Zur Ermittlung des Kaufpreises wird in der Regel eine vorgängige Unternehmensbewertung durchgeführt. Die Kaufpreisfindung ist jedoch klar von der Unternehmensbewertung abzugrenzen, weshalb nachfolgend eine Trennung der Begriffe *Wert* und *Preis* vorgenommen wird.¹⁰⁵

¹⁰² Vgl. Kap. I.D.2.

¹⁰³ MORSCHER, Komm. zu 622 OR, N 1; WALDBURGER, Komm. zu 622 OR, N 1.

¹⁰⁴ ZÜRCHER, S. 150.

¹⁰⁵ BARMETTLER/SCHNEIDER, S. 765.

4.2. Unternehmenswert

a. Grundlagen

Der Unternehmenswert ist das Ergebnis einer vom Verhandlungsprozess losgelösten, betriebswirtschaftlichen Analyse.¹⁰⁶ Er ergibt sich zum einen aus dem aus Sachen und Rechten bestehenden Betriebsvermögen wie Grundstücken, Gebäuden, Maschinen und Waren, aber auch aus Forderungen und Immaterialgüterrechten. Zum anderen setzt er sich aus den praktischen Umweltbeziehungen wie den Geschäftsabschlussmöglichkeiten oder dem Kundenstamm, dem Wissen und Image sowie den Chancen eines Unternehmens zusammen.¹⁰⁷ Der Wert eines Unternehmens bemisst sich damit auch an der Fähigkeit, als wirtschaftliche Einheit durch betriebliche Tätigkeit Gewinne zu erzielen.¹⁰⁸

Bei Unternehmenskäufen errechnet sich der Unternehmenswert grundsätzlich aus (i) dem sog. «Stand Alone» Wert des Unternehmens, (ii) dem Wert allfälliger Synergieeffekte¹⁰⁹, die sich aus dem Zukauf des Unternehmens für den Käufer ergeben, (iii) sowie einer strategischen Prämie, die der Käufer gewillt ist zu bezahlen.¹¹⁰

Der Stand Alone Wert eines Unternehmens lässt sich anhand verschiedener Methoden ermitteln, die in substanzwertorientierte, marktorientierte und fundamentale Verfahren unterteilt werden können.¹¹¹ Unter letztere sind die Ertragswert-

¹⁰⁶ BARMETTLER/SCHNEIDER, S. 765.

¹⁰⁷ K. MÜLLER, S. 177; SIMONOVIC, S. 1.

¹⁰⁸ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 1.

¹⁰⁹ Im Vordergrund stehen Kostensynergieeffekte (sog. «Economies of Scope»), da gemeinsam produzierte Güter eine Senkung der Kosten bewirken. Auch die Lerneffekte (sog. «Economies of Experience») und der technologische Fortschritt, die durch den Zukauf neuer Technologien, von Branchen-Know-how und gut ausgebildeten Mitarbeitern entstehen, tragen zur Senkung der Durchschnittskosten bei. Schliesslich verhelfen auch Skaleneffekte (sog. «Economies of Scale») dazu, die durchschnittlichen Produktionskosten zu reduzieren. JANSEN, S. 135; MEIER, S. 50; KNÖFLER, S. 26.

¹¹⁰ SIMONOVIC, S. 1.

¹¹¹ M. MEYER, S. 48.

und die Discounted Cashflow-Methode zu subsumieren. Die vorgenannten Verfahren werden in den Kapiteln 4.2.c., d. und e. näher erläutert.

b. Behandlung von Schulden und Verbindlichkeiten

Ein entscheidender Faktor für den Käufer ist die Frage, wie viele Schulden und (Finanz-)Verbindlichkeiten¹¹² er mit dem Kauf des Unternehmens übernimmt.¹¹³

Zwar dürfte der Käufer grundsätzlich nicht an der Übernahme des Fremdkapitals interessiert sein, erwirbt er aber sämtliche Aktien, übernimmt er ohne gegenteilige Abmachung auch die Schulden und Verbindlichkeiten des Unternehmens. Er wird diese bei der Kaufpreisberechnung jedoch vom Unternehmenswert abziehen wollen. Deshalb dient meist der sog. «Debt Free/Cash Free Enterprise Value» als Berechnungsgrundlage. Hierfür werden vom sog. «Enterprise Value» (EV), der sich aus dem Eigenkapital zuzüglich des Goodwills zusammensetzt, die liquiden Mittel¹¹⁴ und die Verbindlichkeiten in Abzug gebracht.¹¹⁵ Da sich die Höhe der Verbindlichkeiten jedoch zwischen Bilanz- und Vollzugsstichtag ändern kann, enthält der Vertrag in der Regel eine Klausel, wonach der Kaufpreis nachträglich an das veränderte Barvermögen und die verzinslichen Verbindlichkeiten, die in dieser Periode eingetreten sind, anzupassen ist.¹¹⁶

¹¹² Als Finanzverbindlichkeiten gelten jene Verbindlichkeiten, die nicht auf Lieferungen und Leistungen basieren, z.B. Bankkredite, Anleihen und Gesellschafterdarlehen. Im Allgemeinen muss das Unternehmen für solche Verbindlichkeiten Zinsen bezahlen. Entscheidender als die Verzinslichkeit ist jedoch ihre Finanzierungsfunktion. Daher sind zinslose Darlehen ebenso als Finanzverbindlichkeiten anzusehen, falls sie der Finanzierung des Unternehmens dienen. Von den Finanzverbindlichkeiten ausgenommen sind entsprechend nur Verbindlichkeiten, die auf Lieferungen und Leistungen Dritter zurückgehen, und Rückstellungen. SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 231 f.

¹¹³ WATTER/GSTOEHL, S. 37.

¹¹⁴ Beim Aktienkauf übernimmt der Käufer praktisch immer das gesamte Barvermögen (mit Ausnahme der nicht betriebsnotwendigen Liquidität). Eine Reduktion dieser Position durch Erhöhung des Eigenkapitals bzw. Ausschüttung ist wirtschaftlich wenig sinnvoll, da jedes Unternehmen auf einen gewissen Barbestand angewiesen ist. SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 233.

¹¹⁵ M. MEYER, S. 48 (FN 236); WATTER/GSTOEHL, S. 38.

¹¹⁶ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 233 f.

c. Substanzwert

Beim substanzwertorientierten Verfahren wird das betriebsnotwendige Nettovermögen bestimmt und bewertet. Letzteres kann zum Liquidations-, zum Markt- oder zum Fortführungswert erfolgen.¹¹⁷

Der Unternehmenswert basiert jedoch nicht alleine auf den bilanzierten Aktiven und Passiven, sondern auch auf den Beziehungen zu den verschiedenen Anspruchsgruppen und den Zukunftsperspektiven. Da die substanzwertorientierten Verfahren diese Faktoren ausklammern, insbesondere wenig Aufschluss über das zukünftige Ertragspotenzial des Unternehmens geben, werden sie gegenwärtig kaum mehr zur Unternehmensbewertung herangezogen.¹¹⁸

d. Ertragswert

Der Wert eines Unternehmens kann als dessen künftige, auf den Bewertungszeitpunkt diskontierte Rückflüsse gesehen werden. Bei der Ertragswertmethode bildet der künftige Reingewinn des Zielunternehmens den zu diskontierenden Rückfluss¹¹⁹. Praktisch wird hierfür ein durchschnittlicher Zukunftsgewinn errechnet und mit einem marktüblichen Zinssatz diskontiert, welcher der Renditeforderung eines Anlegers bzw. des Kapitalmarktes entspricht. Zum Zinssatz wird ein allfälliger Risikozuschlag addiert, falls das Unternehmen beispielsweise schwierig zu verkaufen ist oder anderweitige (Branchen-)Risiken bestehen. Auf diese Weise wird der Diskontierungssatz sowohl dem Zeitwert des Geldes als auch dem Investitionsrisiko gerecht.¹²⁰

¹¹⁷ M. MEYER, S. 48; SIEGRIST/RAUSCHENBERGER, S. 192.

¹¹⁸ M. MEYER, S. 48 f.; SIEGRIST/RAUSCHENBERGER, S. 192.

¹¹⁹ Rückflüsse aus nichtbetrieblichem Vermögen bleiben dabei ausgeklammert. Für die nichtbetriebsnotwendige Substanz erfolgt eine Bewertung zum Liquidationswert, sie wird zum betrieblichen Ertragswert hinzugerechnet. SIEGRIST/RAUSCHENBERGER, S. 192.

¹²⁰ SIEGRIST/RAUSCHENBERGER, S. 192 f.; M. MEYER, S. 49.

e. Discounted Cashflow

Während die Unternehmensbewertung früher überwiegend nach der Ertragswertmethode erfolgte, ist inzwischen das Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren vorherrschend.¹²¹ Das Bewertungsprinzip der DCF-Methode ist jedoch grundsätzlich vergleichbar mit dem Ertragswertverfahren, da ebenfalls eine Überschussgröße auf den Gegenwartswert diskontiert wird.

Die DCF-Methode bestimmt den Unternehmenswert als Barwert sämtlicher zukünftiger Free Cashflows.¹²² Der Free Cashflow entspricht dem Geldfluss aus der operativen Tätigkeit abzüglich geplanter Investitionen ins Anlagevermögen und abzüglich der Investitionen ins operative Umlaufvermögen.¹²³

Die DCF-Methode ist insofern als Bewertungsmethode zu bevorzugen, als nicht Aufwand und Ertrag, sondern objektiv erfassbare Zahlungsströme die Grundlage bilden. Weiter wird der Zeitwert des Geldes berücksichtigt und eine langfristige Zukunftsoptik eingenommen.¹²⁴

¹²¹ FLICK, S. 21 f.

¹²² MEIER, S. 82 f. (FN 352).

¹²³ SIEGRIST/RAUSCHENBERGER, S. 194.

¹²⁴ SIEGRIST/RAUSCHENBERGER, S. 194.

4.3. Kaufpreisgestaltung

a. Grundlagen

Der Kaufpreis steht für den in Geldeinheiten bezifferten Tauschwert des Unternehmens. Dieser ist nicht allein Ausfluss der Unternehmensbewertung, sondern vielmehr das Ergebnis eines am Ende der Verhandlungsphase erzielten Konsenses. In den Verhandlungen zielen die Parteien darauf ab, einen für die eigene Vertragsseite möglichst vorteilhaften Preis auszubedingen. Hierbei fließen taktische und psychologische Überlegungen sowie das ökonomische Prinzip von Angebot und Nachfrage mit ein.¹²⁵ Die Kaufpreisfindung unterliegt somit vor allem auch einer subjektiven Komponente.¹²⁶

Bedingt durch die fortlaufende Geschäftstätigkeit sind ein Unternehmen und sein Wert einem dauerhaften, dynamischen Veränderungsprozess ausgesetzt: zusätzliche Investitionen wirken sich auf das Anlagevermögen aus, die Umsatztätigkeit verändert das Umlaufvermögen, es kommt zu allfälligen Personalfluktuationen und weiteren Änderungen in den Rechtsbeziehungen mit Dritten. Überdies werden die Gewinnaussichten eines Unternehmens von zahlreichen externen Komponenten beeinflusst. Die wertgetreue Erfassung dieser Veränderungen ist eine der zentralen Herausforderungen bei der vertraglichen Gestaltung des Kaufpreises.¹²⁷

b. Fixer Kaufpreis

Im Rahmen der Kaufpreisgestaltung kann zunächst ein fixer Kaufpreis vereinbart werden. Eine nachträgliche Anpassung ist dabei ausgeschlossen^{128, 129}.

¹²⁵ BARMETTLER/SCHNEIDER, S. 765 f.

¹²⁶ FLICK, S. 21.

¹²⁷ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 1.

¹²⁸ Preisadjustierungen sind einzig dann möglich, wenn der Verkäufer bestimmte vertragliche Pflichten verletzt. BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 229 f.

¹²⁹ HONEGGER/MÜLLER, S. 45.

Eine in jüngster Zeit vermehrt verwendete Form der fixen Kaufpreisgestaltung bei Unternehmenskäufen ist das sog. «Locked Box-Prinzip»¹³⁰. Der Kaufpreis berechnet sich dabei auf Basis eines Jahres- oder eines Zwischenabschlusses mit in der Vergangenheit liegendem Referenzstichtag. Die Risiken und der wirtschaftliche Nutzen der Unternehmenstätigkeit gehen mit dem Stichtag auf den Käufer über.¹³¹ Der Aktienkaufvertrag hält dabei ausdrücklich fest, dass der Verkäufer anschliessend keine ausserordentlichen Mittelabflüsse mehr zulassen oder neue Verbindlichkeiten eingehen darf (sog. «No Leakage»). Die zulässigen Verminderungen des Eigenkapitals werden dabei genau definiert (sog. «Permitted Leakage»¹³²).

Wird ein fixer Kaufpreis vereinbart, ohne dass die spezifischen Locked Box-Mechanismen zur Anwendung gelangen, ist dem Käufer anzuraten, vertraglich vorzusehen, dass für die Zeitspanne zwischen dem kaufpreisrelevantem Bilanzstichtag und dem Vollzug ein ausreichender Schutz besteht.¹³³

c. Vorläufiger Kaufpreis

Sodann besteht die Möglichkeit, einen vorläufigen Kaufpreis und dessen Anpassung zu vereinbaren. Die Parteien legen dabei fest, dass der definitive Kaufpreis an einem späteren Stichtag, etwa zum Zeitpunkt des Vollzugs in Abhängigkeit bestimmter Kenngrössen, festgelegt werden soll.¹³⁴ Der Kaufpreis muss dabei zwar nicht vertraglich bestimmt, aber zumindest bestimmbar sein.¹³⁵

Diese Variante bietet sich an, um den Veränderungen des Unternehmenswerts zwischen Vertragsunterzeichnung und Vollzug Rechnung zu tragen. Hierfür wer-

¹³⁰ Vgl. auch Kap. III.C.4.1.

¹³¹ HONEGGER/MÜLLER, S. 45; DIEM/ERNI, S. 354 ff.; SIEGRIST/KREMER, S. 115 ff., 127 ff.

¹³² BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 230.

¹³³ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 230.

¹³⁴ Vgl. Kap. III.D.

¹³⁵ K. MÜLLER, S. 201.

den zunächst ein vorläufiger Betrag entrichtet und anschliessend die für die Preis-
anpassung relevanten Grössen per Vollzugsstichtag ermittelt. Als solche werden
z.B. ein zuvor definierter Nettoverschuldungsgrad, das Nettoumlaufvermögen so-
wie vereinzelt auch das Nettovermögen eingesetzt¹³⁶. Ergeben sich aus der Stich-
tagsbilanz Abweichungen von den Werten, die zur Berechnung des vorläufig be-
zahlten Kaufpreises herangezogen worden sind, erfolgt eine Anpassung des Kauf-
preises.¹³⁷

d. Variabler Kaufpreis

Schliesslich können die Parteien auch einen variablen Kaufpreis vereinbaren, der
vom Unternehmenserfolg, den Umsatzkennzahlen oder einer anderen Grösse nach
dem Vollzugszeitpunkt abhängig gemacht wird (sog. «Earn-Out»). Dem Verkäu-
fer ist im Falle eines positiven Ergebnisses eine Zusatzvergütung zum Basiskauf-
preis zu entrichten.

Der Käufer erlangt durch die Festlegung eines variablen Kaufpreises mehr Kauf-
preissicherheit, insbesondere falls er sich in Bezug auf die Unternehmensbewer-
tung unsicher war. Der Verkäufer erhält die Möglichkeit, über den Vollzugszeit-
punkt hinaus an einem zukünftigen Gewinn (oder Verlust) des Unternehmens zu
partizipieren.¹³⁸

e. Exkurs: Streitigkeiten im Zusammenhang mit der Kaufpreisgestaltung

Zwar mag es wenig erstaunen, dass die Parteiinteressen im Falle einer Kaufpreis-
anpassung gelegentlich auseinandergehen, doch birgt die Kaufpreisfindung auch
sonst nicht selten Konfliktpotential. In Zusammenhang mit dem zu bezahlenden

¹³⁶ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 334.

¹³⁷ HONEGGER/MÜLLER, S. 46.

¹³⁸ HONEGGER/MÜLLER, S. 46; TSCHÄNI/WOLF, S. 99; FREY/MÜLLER, S. 194; WATTER/
GSTOEHL, S. 35, 48 ff.; SIEGRIST/KREMER, S. 115, 126.

Kaufpreis ergeben sich besonders dann Differenzen, wenn diesbezüglich unterschiedliche subjektive Erwartungen vorliegen. konfliktverstärkend können nachstehende Faktoren hinzutreten:¹³⁹

- Bei der Preisanpassung kann der Eindruck entstehen, die Gegenpartei nutze den Mechanismus aus, um einen nachträglich, d.h. nach der Vertragsunterzeichnung, als inadäquat empfundenen Kaufpreis "nachzuverhandeln";
- Der für die Kaufpreisberechnung verwendete Rechnungslegungsstandard weicht vom vertraglich vereinbarten ab;
- Es herrscht Uneinigkeit über die Wahl der Kennzahlen, die der Preisanpassungskomponente zugrunde zu legen sind;
- Bei der Kaufpreisberechnung kommt es zu methodischen Fehlern, etwa weil bei der Diskontierung zukünftiger Erträge mit zu tiefen Zinsen gerechnet worden ist.¹⁴⁰

4.4. Finanzierung des Kaufpreises

Der Käufer präferiert in der Regel jene Finanzierungsformen, bei welchen er nicht den gesamten Kaufpreis sofort bezahlen muss und er nur auf wenig Fremdkapital angewiesen ist. Für den Verkäufer ist es hingegen vorteilhaft, wenn er den Kaufpreis möglichst rasch und vollumfänglich ausbezahlt erhält, um der Gefahr eines Zahlungsausfalls entgegenzuwirken und den Verkaufserlös gewinnbringend(er) anzulegen.¹⁴¹

Beim Aktienkauf fällt die Mobilisierung der Gesellschaftsmittel zur Finanzierung des Kaufpreises vergleichsweise¹⁴² schwer. Die Bekehrung erfolgt meist nur bis

¹³⁹ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 2, 336 (FN 500).

¹⁴⁰ SCHENKER, Risikoallokation, S. 240.

¹⁴¹ SCHNEIDER, S. 1.

¹⁴² Der Aktienkauf wird hier mit dem in Kap. I.C.6.1. beschriebenen Betriebskauf verglichen, bei welchem die Bank eine höhere Bekehrung eher gestatten wird, weil sie im Falle einer Verpfändung der Aktiven vorweg befriedigt wird. TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 199 zu § 3; TSCHÄNI, Übernahme- und Zusammenschlussformen, S. 25.

zur Hälfte des Aktienwerts. Diese Tatsache erklärt sich aus Sicht der finanzierenden Bank damit, dass die Ansprüche der Gläubiger der Zielgesellschaft im Falle eines Konkurses den Ansprüchen der Bank vorgehen. Erst wenn diese befriedigt sind, verbleibt ein Haftungssubstrat, auf welches die Bank zugreifen kann.¹⁴³

5. Vertragsparteien und weitere Mitwirkende

5.1. Käufer

Im Regelfall tritt bei Aktienkäufen eine juristische Person als Kaufinteressent auf, sei dies als Finanzinvestor (sog. «Financial Buyer»), strategischer (sog. «Corporate Buyer») oder industrieller Käufer (sog. «Industrial Buyer»)¹⁴⁴. Bei einem sog. «Management-Buy-out» (MBO) wird das Unternehmen von der bisherigen Geschäftsleitung übernommen. Der Kreis der Käufer beschränkt sich dabei nicht nur auf die eigentliche Geschäftsleitung. Vielmehr können auch einzelne (oder alle) Mitglieder des Verwaltungsrats an einem MBO beteiligt sein.¹⁴⁵

Unternehmenskäufer werden von zahlreichen Motiven¹⁴⁶ getrieben, die sich nicht isoliert betrachten lassen.¹⁴⁷ Grundsätzlich stehen für Finanzinvestoren aber die Erzielung eines Kapitalgewinns und der Dividendenbezug im Vordergrund, während industrielle Käufer aufgrund vertiefter Branchenkenntnisse die Zielgesellschaft in die bestehende Unternehmensstruktur zu integrieren planen, um von Synergieeffekten¹⁴⁸ zu profitieren.¹⁴⁹ Bei MBOs ist die Geschäftsleitung oftmals der

¹⁴³ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 198 ff. zu § 3; TSCHÄNI, Übernahme- und Zusammenschlussformen, S. 25.

¹⁴⁴ Finanzinvestoren sind typischerweise Kapitalanlagegesellschaften oder andere institutionelle Anleger. Vgl. den Anhang mit weiteren Hinweisen zu den betreffenden Investoren.

¹⁴⁵ HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 333; S. MEYER, S. 32; MEIER, S. 45 ff.

¹⁴⁶ Die einzelnen Motive werden im Anhang näher beleuchtet.

¹⁴⁷ BAUER, S. 25.

¹⁴⁸ Vgl. FN 109.

¹⁴⁹ MEIER, S. 48 f.

Ansicht, sie könne die Zielgesellschaft selbständig besser weiterführen.¹⁵⁰ Ein MBO kann aber auch ein Mittel sein, um unerwünschte Übernahmeversuche abzuwehren.¹⁵¹

5.2. Verkäufer

Beim Aktienkauf bildet der Aktionär des Unternehmensträgers, d.h. der Zielgesellschaft, die Verkaufspartei.¹⁵²

Antrieb für den Verkauf eines Unternehmens können persönliche Beweggründe sein. Bei Familiengesellschaften sind dies etwa fehlende Nachfolger, Streit innerhalb der Familie, Krankheit oder Tod. Auch Ertragskrisen oder Sanierungssituationen können dazu führen, dass sich eine Gesellschaft nicht mehr in der Lage sieht, ein Unternehmen weiterzuführen.¹⁵³ Daneben tragen auch strategische Überlegungen wie die Fokussierung auf Kernkompetenzen oder fehlendes Kapital für den Ausbau einer an sich interessanten Sparte zum Verkauf eines Unternehmens(teils) bei. Der Verkauf erfolgt dabei mittels Herauslösung des betreffenden Spartenunternehmens (sog. «Divestiture»¹⁵⁴).

5.3. Organe

Handeln die Vertragsparteien als natürliche Personen, sind sie eigenverantwortlich für ihre Entscheide und die entsprechenden finanziellen Folgen. Fragen nach ihrer Kompetenz und Verantwortung stellen sich bei entsprechender Handlungsfähigkeit nicht. Da die Mehrzahl der Unternehmenskäufe jedoch zwischen juristischen

¹⁵⁰ VOGEL, S. 41; Vgl. weiterführend ROLL RICHARD, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, in: Journal of Business 59/1986, S. 197 ff.

¹⁵¹ MEIER, S. 45.

¹⁵² S. MEYER, S. 31.

¹⁵³ WEGMANN, S. 17, 22, 24.

¹⁵⁴ HOLFTER, S. 8.

Personen abgeschlossen wird, die über ihre Organe handeln, ist sicherzugehen, dass deren Kompetenz und Verantwortlichkeit geklärt ist.¹⁵⁵

Bei der AG obliegt die Geschäftsleitung dem Verwaltungsrat, sofern das Gesetz oder die Statuten für einzelne Entscheide nicht die Kompetenz der Generalversammlung vorsehen.¹⁵⁶ Der Kauf oder Verkauf eines Unternehmens ist generell als Geschäftsführungstätigkeit¹⁵⁷ zu qualifizieren, die in den Zuständigkeitsbereich des Verwaltungsrats fällt, sodass dieser ohne Zustimmung der Generalversammlung darüber entscheiden kann.¹⁵⁸ Ist der Verkauf jedoch als faktische Liquidation¹⁵⁹ zu qualifizieren, ist mit ihm eine Zweckänderung verbunden¹⁶⁰ oder wird der Kauf nicht vom Gesellschaftszweck gedeckt, weil dieser sehr eng gefasst ist, fällt der Entscheid in den Kompetenzbereich der Generalversammlung. Führt der Verwaltungsrat den Kauf bzw. Verkauf in einem solchen Fall dennoch ohne vorherigen Generalversammlungsbeschluss durch, führt dies zur Nichtigkeit der betreffenden Transaktion, sofern sie von der Generalversammlung nicht nachträglich genehmigt wird.¹⁶¹

Die Organe haben bei der Ausübung ihrer Tätigkeit die Interessen der Gesellschaft zu wahren und sorgfältig zu handeln¹⁶². Für Unternehmenskäufe bedeutet dies, dass die Organe des Verkäufers versuchen müssen, den bestmöglichen Preis aus-

¹⁵⁵ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 33; SCHNYDRIG/VISCHER, S. 1195.

¹⁵⁶ Art. 716 Abs. 1 OR.

¹⁵⁷ Der Verwaltungsrat kann die Geschäftsführung nach Art. 716 Abs. 2 i.V.m. Art. 717b OR (vorbehältlich seiner zwingenden Kompetenzen, vgl. hierzu Art. 716a OR) an einzelne Verwaltungsratsmitglieder oder an Direktoren übertragen, falls dies statutarisch vorgesehen ist und ein entsprechendes Organisationsreglement besteht. Ein Unternehmenskauf bzw. -verkauf im vorliegend untersuchten Zusammenhang ist jedoch in der Regel kein delegierbarer Akt. Aufgrund des erreichten Volumens dürfte die Transaktion von strategischer Bedeutung sein oder das Finanzierungskonzept der Gesellschaft beeinflussen. Die Entscheidung über den Unternehmenskauf fällt vorliegend somit unter die unübertragbaren Kompetenzen des Verwaltungsrats. SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 35 f.

¹⁵⁸ Art. 716 OR; SCHNYDRIG/VISCHER, S. 1195.

¹⁵⁹ Art. 736 Ziff. 2 OR.

¹⁶⁰ Art. 626 Ziff. 2 i.V.m. Art. 698 Abs. 2 Ziff. 1 OR.

¹⁶¹ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 33 ff.; BÖCKLI, Aktienrecht, N 302 zu § 13.

¹⁶² Art. 717 OR.

zuhandeln und optimale Vertragsbedingungen zu erzielen. Sie haben beispielsweise die Aufgabe, den Vertrag so zu formulieren, dass die Risikoübernahme vertretbar bleibt, indem nur jene Risiken übernommen werden, welche die Vergangenheit des Unternehmens betreffen und die nicht bereits in den Kaufpreis einkalkuliert worden sind. Die Organe des Käufers haben hingegen dafür zu sorgen, dass die Aktien der Gesellschaft zu einem möglichst tiefen Preis und zu guten Konditionen erworben werden können. Aufgrund der gegensätzlichen Interessenlage von Käufer und Verkäufer ist das Eingehen eines Kompromisses für beide Seiten unvermeidbar.¹⁶³

Eine Verletzung der vorgenannten Pflichten führt seitens der Gesellschaft bzw. ihrer Aktionäre zu Schadenersatzansprüchen gegenüber dem Verwaltungsrat und im Konkursfall zu Forderungsansprüchen der Gläubiger.¹⁶⁴ Wurde der Transaktionsentscheid jedoch sorgfältig getroffen und auf Basis ausreichender Informationen, haftet der Verwaltungsrat auch im Misserfolgsfall¹⁶⁵ nicht.

5.4. Zielunternehmen

Das Zielunternehmen bildet beim Aktienkauf das wirtschaftliche Verkaufsobjekt.¹⁶⁶ Bis heute existiert allerdings kein allgemein anerkannter, rechtlicher Unternehmensbegriff, vielmehr wird in der Gesetzgebung in Bezug auf das Unternehmen eine uneinheitliche Terminologie verwendet. So findet man im OR anstelle des Begriffs des Unternehmens in Art. 934 Abs. 1 OR den Ausdruck des *nach kaufmännischer Art geführten Gewerbes*. Darunter fällt nach Art. 2 lit. b HRegV jede auf Erwerb gerichtete Tätigkeit, sofern sie selbständig und dauernd ist. Andere OR-Normen verwenden den Begriff des *Geschäfts*^{167, 168}.

¹⁶³ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 42, 47, 49 ff.

¹⁶⁴ Art. 754 OR.

¹⁶⁵ Vgl. BGE 4A_74/2012 vom 18. Juni 2012 zur Business Judgement Rule.

¹⁶⁶ S. MEYER, S. 33.

¹⁶⁷ Vgl. Art. 181 Abs. 1, 458 Abs. 3 und 953 Abs. 1 OR.

¹⁶⁸ HAUCK, S. 6.

Für die vorliegende Arbeit wird ein Unternehmen als organisatorische Zusammenfassung von Sachen, Rechten und immateriellen Werten verstanden, in der Kapital und Arbeitskraft planmässig zum Zweck der Leistungserstellung zusammenwirken.¹⁶⁹ Der Organismus Unternehmen entspricht damit nicht nur der Summe seiner Vermögenswerte, sondern auch der Organisation oben genannter Faktoren. Ergänzend ist anzumerken, dass Unternehmen nicht statisch, sondern dynamisch sind. Diese Dynamik unterscheidet den Unternehmenskauf denn auch vom Kauf einer gewöhnlichen Sache.¹⁷⁰

Innerhalb des Unternehmens hat der Verwaltungsrat unter Umständen ein Interesse daran, seine Führungsaufgabe auch nach dem Unternehmensverkauf wahrzunehmen und nicht durch ein neues Team ersetzt zu werden. Er könnte folglich geneigt sein, bei einem allfälligen Machtverlust den Unternehmensverkauf zu behindern und sich gegen die Interessen des verkaufenden Aktionärs stellen.¹⁷¹ Gleichzeitig könnte er vom künftigen Eigentümer angegangen und in den Kaufprozess eingebunden werden, um von diesem frühzeitig für sich gewonnen zu werden. Da der Verwaltungsrat jedoch in erster Linie die Interessen der Gesellschaft zu wahren hat, führt eine solche Konstellation nicht selten zu einem Interessenkonflikt.¹⁷²

Ein Unternehmensverkauf ist für die Arbeitnehmer zum Teil mit erheblichen Unsicherheiten verbunden. Es drohen im Falle einer Integration des Zielunternehmens ein Stellenabbau, Umstrukturierungen und unsichere Karriereaussichten.¹⁷³ Der Verwaltungsrat, die Geschäftsleitung und die übrigen Arbeitnehmer haben jedoch aufgrund ihrer Treuepflicht¹⁷⁴ die Interessen ihres Arbeitgebers auch bei einem Unternehmensverkauf zu wahren.¹⁷⁵

¹⁶⁹ VISCHER, Rechtsgewährleistung, S. 233; LUGINBÜHL, S. 8.

¹⁷⁰ HAUCK, S. 9 f., 13.

¹⁷¹ WATTER, Unternehmensübernahmen, N 132; S. MEYER, S. 33; HERZEL/SHEPRO, S. 10 f.

¹⁷² HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 333.

¹⁷³ S. MEYER, S. 34.

¹⁷⁴ Vgl. Art. 717 Abs. 1 und Art. 321a OR.

¹⁷⁵ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 55.

5.5. Berater

Die Komplexität des Aktienkaufprozesses¹⁷⁶ erfordert den Beizug von Fachwissen durch interne und externe Berater.¹⁷⁷

Auf Verkäuferseite wird häufig eine Investmentbank oder ein unabhängiger M&A-Berater beigezogen, der die Strategie des Verkaufs plant, potenzielle Kaufinteressenten aussondert und den Kontakt zu diesen herstellt. Daneben ist sowohl auf Käufer- wie auf Verkäuferseite eine breite Palette an spezialisierten Beratern wie Rechtsanwälten, Steuerberatern, Wirtschaftsprüfern und weiteren Sachverständigen aus jeweils verschiedenen Fachgebieten involviert.¹⁷⁸

Ihr Beratungsvertrag ist in der Regel als typischer Auftrag gemäss Art. 394 ff. OR zu qualifizieren. Charakteristisch für das Beratungsverhältnis ist, dass der Berater auf ein bestimmtes Ziel hinarbeitet, ohne dem Auftraggeber jedoch einen spezifischen Erfolg zu schulden¹⁷⁹. Folglich hat ein Berater, der für den Kauf oder Verkauf eines bestimmten Unternehmens beigezogen wird, nicht für den Erfolg der Transaktion einzustehen.¹⁸⁰

Reduziert sich die Handlungspflicht des Beraters auf die Zuführung bzw. die Vermittlung einer möglichen Gegenpartei, liegt ein Mäklervertrag nach Art. 412 ff. OR vor. Reine Vermittlungsmandate finden sich in der Praxis jedoch selten, da der typische M&A-Berater, der eine Gegenpartei vermittelt, im Allgemeinen auch noch für weitere Dienstleistungen beigezogen wird.¹⁸¹

¹⁷⁶ Vgl. Kap. I.C.7.

¹⁷⁷ WEGMANN, S. 59; S. MEYER, S. 34.

¹⁷⁸ KNÖFLER, S. 33; EMCH, S. 153; WEGMANN, S. 59 f.; S. MEYER, S. 34.

¹⁷⁹ S. MEYER, S. 87 ff.

¹⁸⁰ Von einem Auftragsverhältnis ist selbst dann auszugehen, wenn eine erfolgsabhängige Entschädigung des Beraters vereinbart worden ist. Im Erfolg ist diesfalls nur die Bedingung für die Auszahlung des Honorars zu sehen. SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 65 f.

¹⁸¹ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 66.

6. Abgrenzung

6.1. Betriebskauf

Der Aktienkauf ist vom Betriebskauf (sog. «Asset Purchase» bzw. «Asset Deal») zu unterscheiden, bei welchem nicht die Aktientitel, sondern die Aktiven und Passiven (sog. «Assets») des Unternehmens den Kaufgegenstand bilden.¹⁸² Im Gegensatz zum Aktienkauf erfolgt die Veräußerung des Unternehmens damit *direkt*, da die Vermögenswerte des Unternehmens *unmittelbarer* Kaufgegenstand sind.

Auch beim Betriebskauf müssen das Verpflichtungs- und das Verfügungsgeschäft voneinander unterschieden werden. Ersteres besteht in der Verpflichtung des Verkäufers, alle Aktiven und Passiven des Unternehmens auf den Erwerber zu übertragen. Verpflichtet sich der bisherige Unternehmensinhaber hingegen lediglich zur Übertragung einzelner Sachen oder Rechte, liegt kein Betriebs- bzw. Unternehmenskauf, sondern ein einfacher Rechts- oder Sachkauf¹⁸³ vor.¹⁸⁴ Das Verfügungsgeschäft des Betriebskaufs erfolgt entweder mittels einer Singularsukzession aufgrund einer Vermögens- oder Geschäftsübernahme nach Art. 181 OR oder mittels einer Universalsukzession aufgrund einer Vermögensübertragung nach Art. 69 ff. Fusionsgesetz (FusG)¹⁸⁵.¹⁸⁶ Das Institut der Vermögensübertragung

¹⁸² SCHNELLER, S. 39 f.

¹⁸³ Abgrenzungskriterium zum Rechts- oder Sachkauf ist überdies, ob der Käufer jene Vermögenswerte erwirbt, die ihm die Fortsetzung der bisherigen wirtschaftlichen Aktivitäten des Unternehmens ermöglichen.

¹⁸⁴ HAUCK, S. 15 f.

¹⁸⁵ Im Vergleich zum Aktienkauf hat der Betriebskauf durch die Einführung des FusG eine gesetzliche Normierung erfahren. HAUCK, S. 18.

¹⁸⁶ Bei einer Übertragung mittels Singularsukzession erwirbt der Käufer das Unternehmen durch Besitzübertragung (evtl. Besitzsurrogat), die Abtretung der Forderungen (Zession), die Übernahme der Verpflichtungen, die Übertragung der vertraglichen Beziehungen, Immobilien mittels eines öffentlich beurkundeten Kaufvertrags (Verpflichtungsgeschäft), der Grundbuchanmeldung durch den Verkäufer (Verfügungsgeschäft) und der entsprechenden Eintragung des neuen Eigentümers im Grundbuch. Beim Übergang mittels Vermögensübertragung nach Art. 69 ff. FusG erfolgt die Übertragung nach Art. 73 FusG gesamthaft durch Anmeldung zur Eintragung im Handelsregister; WATTER/WIESER, S. 151; VISCHER/HÄNNI, S. 615 f.; K. MÜLLER, S. 185.

nach FusG ist gemäss BÖCKLI als Weiterentwicklung und zur Abrundung der Vermögens- oder Geschäftsübernahme nach Art. 181 OR verfasst worden.¹⁸⁷

Die Vermögensübertragung nach FusG hat Vorrang vor der Vermögens- oder Geschäftsübernahme nach Art. 181 OR, falls das Geschäft einer Gesellschaft, die im Handelsregister eingetragen ist, übertragen wird¹⁸⁸. Entsprechend hat Art. 181 OR seit Inkrafttreten des FusG an Bedeutung verloren. Die Bestimmung gelangt einzig dann zur Anwendung, wenn die übertragende Gesellschaft nicht im Handelsregister eingetragen oder nicht eintragungsfähig ist^{189, 190}.

Der Betriebskauf wird, sofern nicht eine Abwicklung nach FusG erfolgt, von der herrschenden Lehre (h. L.)¹⁹¹ als Kaufvertrag i.S.v. Art. 184 OR qualifiziert. Das Bundesgericht¹⁹² ist indes der Meinung, es handle sich beim Betriebskauf um einen Innominatkontrakt bzw. einen Vertrag *sui generis*, da die Übertragung aus verschiedenen Leistungen wie Forderungen und Grundstücken bestehe. Dem hält die Lehre entgegen, dass sich der Parteiwille auf die Übertragung des Unternehmens *als Ganzes* richte und auch eine Sach- oder Rechtsgesamtheit Gegenstand von Fahriskäufen sein könne.¹⁹³

In der Schweiz erfolgen die meisten Unternehmenskäufe in Form des Aktienkaufs. Der Betriebskauf gelangt vor allem in jenen Fällen zur Anwendung, in denen eine juristische Person einen Teilbetrieb verkauft, oder in denen eine natürliche Person eine Einzelfirma oder Personengesellschaft veräussert oder aus Risikoüberlegungen.¹⁹⁴

¹⁸⁷ BÖCKLI, Aktienrecht, N 371 zu § 3; HAUCK, S. 18.

¹⁸⁸ Art. 181 Abs. 4 OR.

¹⁸⁹ Dies ist etwa bei nicht eingetragenen Einzelunternehmen, bislang nicht eingetragenen kaufmännischen Kollektivgesellschaften oder der einfachen Gesellschaft der Fall.

¹⁹⁰ K. MÜLLER, S. 185.

¹⁹¹ Vgl. z.B. WATTER/WIESER, S. 152, 153 (FN 3), 165; VISCHER MARKUS, Unternehmensübertragungsvertrag, Besprechung des Urteils 4A_601/2009 des Bundesgerichts vom 8. Februar 2010, in: GesKR 2011, S. 81 ff.

¹⁹² BGE 129 III 18, E. 2.1; BGer 4A_601/2009 vom 8. Februar 2010, E. 3.2.1; demgegenüber noch BGE 91 II 353; 88 II 410; 63 II 77 mit der Qualifikation des dem Betriebskauf zugrundeliegenden Vertrags als Kaufvertrag.

¹⁹³ S. MEYER, S. 22.

¹⁹⁴ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 22 f.

6.2. Aktientausch

Bei der Erwerbsform des Aktientauschs (sog. «Shares for Shares») verwendet der Käufer eigene Aktien oder Aktien der Konzernmuttergesellschaft (sog. Entgeltaktien) als Zahlungsmittel. Der typische Anwendungsfall eines Aktientauschs ist der Kauf eines privat gehaltenen oder zu einem Konzern gehörenden Unternehmens durch einen börsenkotierten Erwerber. Grund für die Bezahlung mit Käuferaktien ist meist die Tatsache, dass die notwendigen Barmittel nicht aufgebracht werden können, da deren Investition anderweitig vorgesehen ist, oder dass sich hoch bewertete Käuferaktien als günstiges Zahlungsmittel erweisen. Sodann stellen Entgeltaktien in Zeiten schwer erhältlicher Akquisitionsfinanzierung eine prüfenswerte Alternative zur Fremdfinanzierung dar. Regulierte Gesellschaften wie Banken oder Versicherungen wirken mit dieser Erwerbsform einer geschwächten Eigenkapitalposition entgegen. Eine Mischform aus Aktientausch und Aktienkauf stellt das sog. gemischte Angebot dar, das aus einer Kombination von Bargeld und Aktien besteht.¹⁹⁵

6.3. Anteilskauf

a. Begriffsbestimmung

Erwirbt der Käufer nur eine Anteilminderheit der Aktien einer Gesellschaft, ist dies nicht als Aktien- bzw. Unternehmenskauf, sondern als Anteilskauf zu qualifizieren.¹⁹⁶ Der Käufer erlangt durch den Kauf die Stellung eines Aktionärs mit entsprechenden Vermögens- und Mitwirkungsrechten. Er kann zusammen mit den übrigen Aktionären an einer allfälligen Wertsteigerung des Unternehmens partizipieren und bei der Gestaltung des Unternehmens mitwirken.¹⁹⁷

¹⁹⁵ WOLF/GABERTHÜEL, S. 195 f.; ESSEBIER/GLATTHAAR, S. 191.

¹⁹⁶ S. MEYER, S. 13.

¹⁹⁷ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 23 f.

b. Problemstellung

Die Frage nach der Abgrenzung zwischen einem Aktienkauf und einem blossen Anteilskauf wird in der Lehre kontrovers diskutiert. Während beim Kauf einer einzelnen Aktie klar von einem Anteilskauf gesprochen werden kann, fällt die Grenzziehung beim Erwerb eines Aktienpakets weniger offensichtlich aus.

Nachfolgend soll daher untersucht werden, ab wann von einem Aktien- und somit von einem Unternehmenskauf auszugehen ist und was die möglichen Abgrenzungskriterien zum reinen Anteilskauf sind. Dabei wird die Rechtslage in der Schweiz vergleichend mit der Rechtsordnung in Deutschland, Österreich und den USA analysiert. Der Rechtsvergleich basiert auf dem Gedanken, dass sich die Schweizer Lehre mit der Abgrenzungsfrage rein nationalrechtlich auseinandergesetzt hat, eine rechtsvergleichende Untersuchung der Thematik mit den vorgenannten Rechtsordnungen jedoch noch fehlt.

c. Rechtslage in der Schweiz

(1) Rechtsprechung

Das Bundesgericht hat bislang keine Abgrenzung zwischen einem Aktien- und einem Anteilskauf vorgenommen. Diese Tatsache lässt sich damit begründen, dass das Bundesgericht den Aktienkauf selbst im Falle des Kaufs sämtlicher Anteile juristisch gleich behandelt wie den Kauf einer einzelnen Aktie.

(2) Lehre

In der schweizerischen Lehre ist die Anteilshöhe für die Grenzziehung zwischen einem Anteils- und einem Aktienkauf umstritten.

Während für einen Teil der Autoren¹⁹⁸ die Übertragung sämtlicher Anteile erforderlich ist, um von einem Unternehmenskauf auszugehen, fordern andere¹⁹⁹ den Übergang einer Anteilshöhe, welche dem Käufer die Kontrolle über das Unternehmen ermöglicht. Dies soll nach SCHENKER dann der Fall sein, wenn die absolute Mehrheit²⁰⁰ der Beteiligungen übertragen wird, da der Käufer dadurch die Möglichkeit erlangt, die Organe der Gesellschaft zu bestimmen.²⁰¹ Nach BÖCKLI²⁰² sind jedoch 66,7% der Stimmrechte für eine Kontrollübernahme notwendig, da gemäss Art. 704 Abs. 1 OR wichtige Beschlüsse nur zustande kommen, wenn ihnen zwei Drittel der vertretenen Aktienstimmen und die absolute Mehrheit der vertretenen Nennwerte zustimmt.²⁰³ Entscheidend ist seiner Ansicht nach zudem, dass der Verkäufer mit dem Verkauf der Aktien eine beherrschende Stellung und nicht bloss einen Minderheitsanteil veräussert.²⁰⁴ Faktisch kann sich die Kontrolle jedoch schon beim Kauf einer grösseren Minderheitsbeteiligung ergeben, wenn die restlichen Aktien breit gestreut sind und es die betreffende Minderheitsposition deshalb ermöglicht, die Generalversammlung zu beherrschen. Problematisch wird eine solche faktische Beherrschung allerdings bei einem Zusammentun der übrigen Aktionäre oder bei einem gemeinsamen Aktienverkauf durch diese an einen Dritten.²⁰⁵ Nach LUGINBÜHL ist für die Unterscheidung nicht so sehr auf die Anteilshöhe, sondern vielmehr auf den Willen der Parteien, die Kontrolle über das Unternehmen dem Käufer zu übertragen und damit das Unternehmen zum Gegenstand des Verpflichtungsgeschäfts²⁰⁶ zu machen abzustützen.²⁰⁷

¹⁹⁸ Vgl. beispielsweise BALDI, S. 144 ff.

¹⁹⁹ Vgl. beispielsweise BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 64.

²⁰⁰ Art. 703 OR; Die absolute Mehrheit von mehr als 50% der vertretenen Stimmrechte genügt bereits, um etwa die Wahl des Verwaltungsrats und damit den laufenden Geschäftsgang zu bestimmen. M. MEYER, S. 27 (FN 128); MEIER, S. 37; S. MEYER, S. 13 f.

²⁰¹ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 23.

²⁰² Vgl. BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 64.

²⁰³ EBERT, S. 91.

²⁰⁴ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 64.

²⁰⁵ BRODA, S. 147; SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 23 (FN 81).

²⁰⁶ Im Gegensatz zum Aktienkauf haben beim Anteilskauf sowohl das Verpflichtungs- als auch das Verfügungsgeschäft die Aktie zum Kaufgegenstand.

²⁰⁷ LUGINBÜHL, S. 110.

In der Praxis wird der Unterschied zwischen einem Aktienkauf und einem blossen Anteilskauf v.a. anhand des zu bezahlenden Kaufpreises ersichtlich. Während ein Aktienkauf in der Regel mit der Bezahlung einer Kontrollprämie einhergeht, wird beim Kauf einer Anteilsminorität keine solche Prämie entrichtet, da der Käufer je nach Konstellation des Aktionariats seine Rechte möglicherweise nicht vollständig zur Geltung bringen kann. Der Unterschied zwischen einem Aktien- und einem Anteilskauf geht aber auch aus dem Umfang und der Komplexität des Kaufvertrags hervor. Beides fällt beim Kauf einer Minoritätsbeteiligung wesentlich kürzer bzw. weniger komplex aus, da allfällige Zusicherungen und Garantien in der Regel auf ein Minimum reduziert werden.²⁰⁸

d. Rechtslage in Deutschland

(1) Rechtsprechung

Der Deutsche Bundesgerichtshof (BGH) hat bislang keine klare Grenzziehung zwischen einem Aktien- und einem Anteilskauf vorgenommen, sondern die erforderliche Anteilsquote für die Annahme eines Unternehmenskaufs offen gelassen. Die deutsche Rechtsprechung zu dieser Thematik wird überdies von Einzelfallentscheidungen geprägt und fällt wenig homogen aus.

Immerhin wurden vom BGH Abgrenzungsmassstäbe erarbeitet, welche für die rechtliche Qualifikation eines Unternehmenskaufs hilfreich sind. Wesentliches Kriterium ist demnach der Parteiwille, welcher beim Aktienkauf auf den Kauf eines Unternehmens und beim Anteilskauf auf den Erwerb der blossen Aktie(n) gerichtet ist. Für die Annahme eines Aktienkaufs hat sich der Kaufpreis sodann am Unternehmen insgesamt und nicht an den einzelnen Anteilen zu orientieren. Erlangt der Käufer mit Erwerb der Aktien die Stellung des Unternehmensträgers, spricht dies nach Ansicht des BGH ebenfalls für das Vorliegen eines Aktienkaufs.²⁰⁹ Anzumerken ist jedoch, dass die Leitsätze des BGH auf eine Reihe von

²⁰⁸ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 24.

²⁰⁹ SCHRÖCKER, S. 65 ff.; RITTMEISTER, S. 45 f.

Besonderheiten zurückgehen, die mit der Revision des deutschen Schuldrechts im Jahr 2002 beseitigt worden sind.²¹⁰

(2) Lehre

Nach Ansicht der h. L.²¹¹ schlägt der Anteilskauf in einen Aktienkauf um, wenn eine das Unternehmen beherrschende Wertquote veräussert wird. Massgebliches Kriterium für die Annahme einer beherrschenden Stellung des Käufers ist, dass die Verfügungsbefugnis über das Unternehmen durch die verbleibenden Aktionäre nicht beeinträchtigt wird.

Im Schrifttum²¹² wird die Schwelle grundsätzlich bei 75%²¹³ der erworbenen Anteile angesetzt. Ab einer solchen Beteiligungshöhe kann der Käufer kraft seines Stimmrechts sämtliche Grundlagenbeschlüsse²¹⁴ in der Hauptversammlung²¹⁵ nach seinen Vorstellungen fassen und die Satzung²¹⁶ ändern.²¹⁷

Da bestimmte Hauptversammlungsbeschlüsse lediglich der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen bedürfen, lässt ein Teil der Lehre²¹⁸ bereits den Erwerb einer einfachen Aktienmehrheit für die Annahme einer beherrschenden Stellung genügen. Der Käufer kann damit zwar nicht die Satzung ändern, jedoch auf einen Grossteil des übrigen Unternehmensgeschehens Einfluss nehmen.

²¹⁰ EBERT, S. 78 f.

²¹¹ Vgl. statt vieler BERGJAN, S. 293 f.; RITTMEISTER, S. 44 ff.; a. A. LORENZ, S. 305 ff., der nur beim Kauf von 100% der Anteile die Annahme eines Unternehmenskaufs zulässt.

²¹² SCHRÖCKER, S. 63, 68; HAUCK, S. 496; PICOT, S. 134; KÖSTER, S. 246; BERGJAN, S. 293 f.

²¹³ Eine qualifizierte Mehrheit von drei Vierteln der abgegebenen Stimmen ist notwendig, um nach § 179 Abs. 2 AktG Grundlagenbeschlüsse z.B. über den Fortbestand und die Kapitalstruktur der Gesellschaft zu fassen.

²¹⁴ Unter die Grundlagenbeschlüsse fallen nebst Satzungsänderungen auch Kapitalerhöhungen und Kapitalherabsetzungen, Beschlüsse über Unternehmensverträge sowie Auflösungsbeschlüsse. RITTMEISTER, S. 44; HAUCK, S. 496.

²¹⁵ Die Hauptversammlung der AG entspricht der Generalversammlung nach Schweizer Recht.

²¹⁶ Die Satzung wird nach § 2 AktG als Gesellschaftsvertrag einer AG definiert. Sie ist vergleichbar mit den Statuten einer schweizerischen AG.

²¹⁷ HAUCK, S. 488 ff.; RITTMEISTER, S. 44 f.

²¹⁸ VAN KANN, S. 90; SCHRÖCKER, S. 63, 68 f.

Andere Autoren wie SEMLER ziehen zur Abgrenzung § 327a AktG heran. Entsprechend erachten sie nur den Erwerb von 95% des Aktienkapitals als Unternehmenskauf, da diesfalls ein «Squeeze Out» der restlichen 5% möglich ist.²¹⁹

e. Rechtslage in Österreich

(1) Rechtsprechung

Die österreichische Rechtsprechung²²⁰ qualifiziert den Erwerb sämtlicher Aktien einer AG als Unternehmenskauf und setzt ihn damit in Bezug auf die Rechtsfolgen einem Betriebskauf gleich.²²¹

Der Oberste Gerichtshof Österreichs (OGH) hat es bislang jedoch offen gelassen, wo die massgebliche Untergrenze für die Annahme eines Unternehmenskaufs bzw. die Abgrenzung zum reinen Anteilskauf liegt. In einem Anlassfall zitierte der OGH zwar die von der Rechtsprechung Deutschlands abweichende österreichische Lehre, wonach auch der Verkauf einer Minderheitsbeteiligung als Unternehmenskauf zu qualifizieren sei, nahm dazu jedoch nicht weiter Stellung.²²²

(2) Lehre

In der österreichischen Literatur wird die überwiegende Lehrmeinung²²³ vertreten, dass auch beim Kauf einer Minderheitsbeteiligung ein Unternehmenskauf vorliegen kann, sofern (i) nicht eine reine Finanzbeteiligung besteht, (ii) der Käufer

²¹⁹ SEMLER, S. 563 ff.

²²⁰ Vgl. Entscheid 4 Ob 1657/95 des OGH vom 24. Oktober 1995; Entscheid 2 Ob 2140/96m des OGH vom 27. Juni 1996; Entscheid 8 Ob 37/02b des OGH vom 18. April 2002; Entscheid 2 Ob 134/07f des OGH vom 29. November 2007; Entscheid 10 Ob 21/08y des OGH vom 12. Mai 2009.

²²¹ WITTMANN, S. 24.

²²² Entscheid 3 Ob20/97f des OGH vom 9. Juli 1997; ANADOLIYSKI, S. 6 f.

²²³ Vgl. statt vieler HASENAUER/PRACT, Rz. 23.

durch Ausübung seiner Rechte eine gewisse Kontrolle über das Unternehmen hat und (iii) der Parteiwille auf den Erwerb des Unternehmens gerichtet ist.²²⁴

Nach REISCHAUER²²⁵ muss für die Annahme eines Aktienkaufs stets einzelfallabhängig geklärt werden, inwieweit gewisse, das Unternehmen betreffende Umstände in den Vertrag miteinbezogen worden sind. Dabei ist anhand des Kaufpreises zu untersuchen, ob die Faktoren der Kaufpreisbestimmung das Unternehmen als Ganzes betreffen.

f. Rechtslage nach US-amerikanischem Recht

Im US-amerikanischen Rechtsraum wird zumindest nach höchstrichterlicher Rechtsprechung kein Unterschied zwischen einem Aktien- und einem Anteilskauf gemacht. Auf den Aktienkauf findet deshalb gleich wie auf den Anteilskauf das US-amerikanische Kapitalmarkt- und Anlegerschutzrecht (sog. «Securities Law»)²²⁶ Anwendung.²²⁷

Der US Supreme Court, das höchste Gericht in den USA, ist bislang der sog. «Sale of Business Doctrine», wonach die Übernahme (nahezu) sämtlicher Aktien als Unternehmenskauf zu qualifizieren sei, nicht gefolgt²²⁸. Anders zahlreiche US Bundesgerichte, die sich auf den Standpunkt gestellt haben, dass im Falle der Veräußerung sämtlicher Aktien auf das wirtschaftliche Ergebnis am Ende der Transaktion abzustellen ist.²²⁹

²²⁴ WITTMANN, S. 24 f.; WILHELM, S. 267.

²²⁵ REISCHAUER, Komm. zu § 923 ABGB, N 8a, zit. in: WITTMANN, S. 24 f.

²²⁶ Die Securities Laws umfassen neun bundesstaatliche Gesetze, die der Information und dem Schutz der Investoren und der Öffentlichkeit dienen. Ihre Einhaltung wird seit 1934 durch die US-amerikanische Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde, die Securities and Exchange Commission (SEC), überwacht. Die Securities Laws umfassen u.a. den Securities Act von 1933 betreffend die Neuemission von Effekten und den Securities Exchange Act von 1934 betreffend den Handel mit Wertpapieren. KAPPLER, S. 22 (FN 46).

²²⁷ MERKT, S. 1042; KNÖFLER, S. 39; BELDI, S. 33.

²²⁸ Vgl. Landreth Timber Co. v. Landreth, 471 U.S. 681 (U.S. 1985); Gould v. Rufenacht, 471 U.S. 701 (U.S. 1985).

²²⁹ KAPPLER, S. 23; MERKT, S. 1068.

g. Würdigung

Während die höchsten Gerichte in der Schweiz und in den USA nicht zwischen einem Anteils- und einem Aktienkauf differenzieren, anerkennt die Rechtsprechung in Deutschland und Österreich bei einem Erwerb sämtlicher Aktien den Aktienkauf als Unternehmenskauf an. Indes lassen die beiden letztgenannten Jurisdiktionen offen, ab welcher Beteiligungshöhe von einem Unternehmenskauf auszugehen ist. Immerhin hat der BGH Abgrenzungsmassstäbe erarbeitet, die sich grundsätzlich an denselben Kriterien orientieren wie jene, welche die deutschsprachige Lehre anwendet. Im Wesentlichen sind dies die Kontrollübernahme, der Parteiwille und die Höhe des Kaufpreises. In Bezug auf die Schwelle, ab welcher von einem Aktien- bzw. Unternehmenskauf auszugehen ist, ist sich die Lehre in der Schweiz und in Deutschland hingegen uneinig. Während einige Autoren eine einfache Aktienmehrheit genügen lassen, ist für andere der Erwerb einer höheren, gesetzlich statuierten Quote notwendig. Bemerkenswert erscheint, dass nach h. L. in Österreich gar im Falle einer Minderheitsbeteiligung ein Unternehmenskauf vorliegen kann, wenn der Käufer dadurch die Kontrolle über das Unternehmen erlangt. Demnach ist für die Abgrenzung nicht so sehr auf eine allgemein verbindliche Prozentzahl abzustützen, als vielmehr auf den Parteiwillen, die Kontrolle über das Unternehmen auf den Käufer zu übertragen. Der OGH hat diese Ansicht zwar in seine Rechtsprechung aufgenommen, jedoch nicht weiter kommentiert.

M. E. ist mit WATTER²³⁰ einig zu gehen, dass die erforderliche Beteiligungsquote für die Kontrolle des Unternehmens vom konkret in Frage stehenden Aspekt und den spezifischen Verhältnissen der AG abhängig ist. So genügt beispielsweise das Halten einer einfachen Aktienmehrheit zur Kontrolle, wenn für die Bestimmung des in Frage stehenden Aspekts keine Statutenänderung notwendig ist.

²³⁰ WATTER, Unternehmensübernahmen, N 140.

7. Ablauf des Aktienkaufprozesses

7.1. Vorbemerkung

Zur Abwicklung von Aktienkaufverträgen hat sich in der Vergangenheit ein standardisierter Prozess²³¹ entwickelt, der sich bei privaten Eins-zu-Eins-Transaktionen in die nachstehend abgebildeten vier Phasen gliedern lässt.

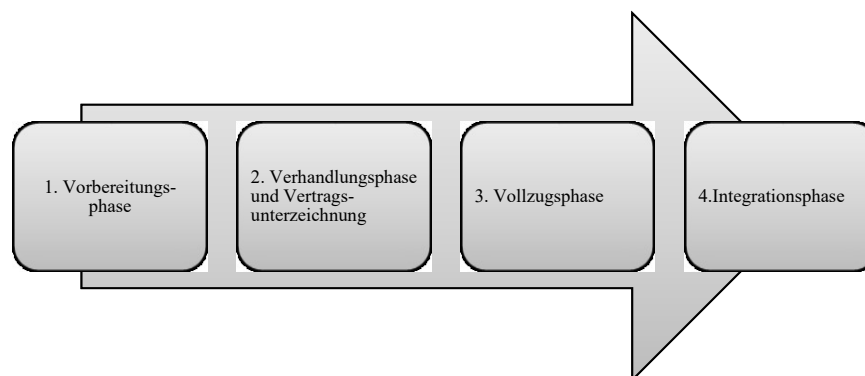


Abb. 1: Die vier Phasen des Aktienkaufprozesses

Die einzelnen Verfahrensschritte werden nachfolgend in vereinfachter Weise dargestellt.²³²

²³¹ Von diesem typischen Ablauf gibt es je nach Ausgangslage zahlreiche Abweichungsmöglichkeiten. Oftmals wird beispielsweise auf eine Absichtserklärung verzichtet, wenn der Käufer das Unternehmen bereits gut kennt, z.B. bei einem MBO. Bei einfachen juristischen Verhältnissen kann der Vertrag auch sofort nach der Unterzeichnung vollzogen werden, ohne dass es zwischen Vertragsunterzeichnung und Vollzug zu einer Zwischenphase kommt. SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 26.

²³² Die eigentlichen Vollzugshandlungen werden aufgrund der vorliegenden Themenstellung in Kap. I.D.2 ausführlicher untersucht.

7.2. Analyse der Ausgangssituation

Die Transaktion beginnt aus Sicht des Verkäufers mit einer Analyse der Ausgangssituation. Sie beinhaltet eine Grobanalyse der Stärken und Schwächen des Unternehmens sowie der Chancen und Risiken des Marktumfelds.

Es empfiehlt sich, anhand der getroffenen Analysen bereits zu diesem Zeitpunkt jene Massnahmen zu ergreifen, die das zu verkaufende Unternehmen attraktiver gestalten und für den Erfolg der Transaktion bestimmend sein können. Nicht selten kommt es deshalb zu Umstrukturierungen wie etwa der Herauslösung nicht-betriebsnotwendiger Liegenschaften oder der Spaltung der Gesellschaft in zwei Einheiten.²³³

7.3. Vorbereitungsphase

Die Vorbereitungsphase dient dem Verkäufer dazu, potenzielle Interessenten zu definieren und den Transaktionsprozess zu planen. Seitens des Käufers ist die Vorbereitungsphase dazu da, sich auf dem Markt nach Zielgesellschaften (sog. «Targets») umzusehen und deren strategisches Potenzial zu analysieren.²³⁴ Die Folge dieser ersten Identifizierung ist eine sog. «Long-List», in der die möglichen Kandidaten quantitativ erfasst werden.²³⁵ Die Long-List reduziert sich im Verlauf der nachfolgenden Phasen durch die zunehmende Informationsbeschaffung (sog. «Screening») sukzessive zu einer sog. «Short List».²³⁶

In der Vorbereitungsphase wird von Seiten des Verkäufers zudem ein Verkaufsprospekt (sog. «Teaser») erstellt, der aufgrund der darin enthaltenen Unternehmensinformationen das Interesse des Käufers wecken soll.²³⁷

²³³ BINDER, S. 47 f., 50; KÜNZLER, S. 70.

²³⁴ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 17.

²³⁵ WEGMANN, S. 79.

²³⁶ BRODA, S. 152.

²³⁷ WEGMANN, S. 92; HOLFTER, S. 21.

Vor Abgabe weiterer Informationen in Form eines Informationsmemorandums (sog. «Information Memorandum»)²³⁸ wird vom potenziellen Käufer regelmässig die Unterzeichnung einer Vertraulichkeits- bzw. Geheimhaltungsvereinbarung verlangt. Die auch als «Confidentiality Agreement» oder «Non-Disclosure Agreement» bezeichnete Erklärung stellt sicher, dass die Verkaufsabsicht nur einem bestimmten Interessentenkreis zugänglich gemacht wird und Indiskretionen unterbleiben. Die bereitgestellten Informationen dürfen einzig für jene Zwecke verwendet werden, die mit der Transaktion in Verbindung stehen. Im Falle eines Verhandlungsabbruchs wird vertraglich meist vorgesehen, dass die Informationen nicht weiter zu verwenden sind.²³⁹

7.4. Verhandlungsphase und Vertragsunterzeichnung

Die Verhandlungsphase wird mit einem Gespräch eingeleitet, das in der Regel am Standort des Verkäufers stattfindet. Es dient der Klärung von Fragen und dem persönlichen Kennenlernen der Beteiligten. Der Verkäufer verlangt in diesem Zusammenhang meist eine erste Rückmeldung über das Kaufinteresse verbunden mit einer unverbindlichen Kaufpreisvorstellung (sog. «Non-binding Offer»)²⁴⁰.

Im Falle eines positiven Gesprächsverlaufs wird eine Absichtserklärung (sog. «Letter of Intent»²⁴¹) abgegeben, die den Willen der Parteien zum Abschluss des Kaufvertrags bekräftigen soll. Der Letter of Intent, der sich je nach Ausgestaltungsform und Detaillierungsgrad als sog. «Term Sheet»²⁴² oder «Memorandum

²³⁸ Das Informationsmemorandum enthält in der Regel eine Beschreibung des Zielunternehmens und der Transaktionsstruktur sowie eine Übersicht über die Finanzdaten und das Marktumfeld. S. MEYER, S. 42; KURER, S. 168.

²³⁹ WEGMANN, S. 86.

²⁴⁰ RITZ/MATTI, S. 360.

²⁴¹ Vgl. hierzu ISLER PETER R., Letter of Intent, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich/Basel/Genf 2004, S. 1 ff.

²⁴² Ein Term Sheet ist ein Arbeitspapier, das die Kernpunkte beinhaltet, welche die Vertragsparteien bisher verhandelt haben. Nebst dem Festhalten von Vertragsbestandteilen bildet es die Grundlage für die Ausgestaltung und Formulierung des späteren Vertrags. WENGER/SPECK, S. 182 (FN 21).

of Understanding»²⁴³ präsentiert, schafft die Grundlage für das Bereitstellen zusätzlicher Unterlagen und Informationen seitens des Verkäufers.²⁴⁴ Er fixiert die bisherigen Verhandlungsergebnisse und legt das weitere Transaktionsvorgehen fest. Das aus dem angelsächsischen Rechtskreis stammende Vertragsinstrument bietet sich vor allem bei zeitintensiven Vertragsverhandlungen und komplexen Verhältnissen an. Zumeist halten die Parteien fest, dass sie durch den Letter of Intent nicht gebunden sein wollen, besonders dann, wenn bereits erste Absprachen über den Kaufpreis oder die Gewährleistungen getroffen worden sind. Der Letter of Intent ist diesfalls als Absichtserklärung ohne Rechtswirkung zu verstehen. Er bringt im Vergleich zum Vorvertrag i.S.v. Art. 22 OR keine Verpflichtung zum Abschluss des Kaufvertrags mit sich.²⁴⁵ Vielmehr ist er von verhandlungspsychologischer Bedeutung, indem er der Gegenpartei ernsthaftes Interesse signalisiert.²⁴⁶

Sodann folgt die Prüfung (sog. «Due Diligence»)²⁴⁷ des Unternehmens. Sie bildet die betriebswirtschaftliche Informationsgrundlage für die Unternehmensbewertung und die darauf basierende Kaufpreisfindung.²⁴⁸ Durch die Due Diligence erhält der Käufer Einsicht in die Unterlagen des Zielunternehmens. Diese werden vom Verkäufer anhand einer vom Kaufinteressenten erstellten sog. «Document Request List» entweder elektronisch in einem virtuellen Datenraum aufbereitet oder (seltener) physisch zur Verfügung gestellt.²⁴⁹ Die Prüfung wirkt der Informationsasymmetrie²⁵⁰ zwischen den Parteien entgegen und ermöglicht es dem Käufer, die erforderlichen Rückschlüsse über den Zustand des Unternehmens, dessen

²⁴³ Das Memorandum of Understanding ist eine detaillierte Absichtserklärung bzw. weitergehende Vereinbarung, die erste (unverbindlichen) Kaufpreisvorstellungen beinhaltet.

²⁴⁴ WEGMANN, S. 89, 92.

²⁴⁵ JANSEN, S. 273 f.; TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 22 ff.

²⁴⁶ FLICK, S. 15.

²⁴⁷ Due Diligence lässt sich mit *Sorgfaltsprüfung* übersetzen. BELDI, S. 12; Vgl. auch MEIER, S. 77 ff., mit weiteren Ausführungen zur Begriffsentwicklung und -herkunft.

²⁴⁸ BELDI, S. 14; FLICK, S. 17.

²⁴⁹ KÜNZLER, S. 71; K. MÜLLER, S. 200.

²⁵⁰ Der Käufer kann sich mittels Wissenserarbeitung zusätzliche Informationen über den Vertragsgegenstand verschaffen, und der Verkäufer kann durch Wissensvermittlung (sog. «Signalling») versuchen, die Informationsasymmetrie zu nivellieren. BELDI, S. 12 f.

Potenzial und die (Geschäfts-)Risiken zu ziehen. Die Due Diligence findet aber auch im Interesse des Verkäufers statt: Dem Käufer ist das durch die Unternehmensprüfung erlangte Wissen in Bezug auf spätere Gewährleistungsansprüche anzurechnen, wodurch der Verkäufer von einer entsprechenden Haftung befreit wird.²⁵¹

Fallen die Erkenntnisse der Due Diligence²⁵² positiv aus, kommt es in der zweiten Gesprächsphase zur konkreten Verhandlung des Aktienkaufvertrags. Hierbei ist darauf zu achten, dass sämtliche Vorbehalte und Bedingungen²⁵³ angebracht werden, die aus Sicht der jeweiligen Partei erfüllt sein müssen, damit das entsprechende Kaufpreisangebot bzw. dessen Höhe verbindlich ist.²⁵⁴

Die Verhandlungen können zwar jederzeit abgebrochen werden, doch ergeben sich aus dem Grundsatz von Treu und Glauben²⁵⁵ die Pflichten, ernsthaft zu verhandeln²⁵⁶ und die Gegenpartei nicht zu täuschen sowie eine allgemeine Aufklärungspflicht.²⁵⁷ Ein schuldhafter Verstoss gegen die vorgenannten Pflichten kann zum ausservertraglichen Haftungstatbestand der *culpa in contrahendo*²⁵⁸ führen.²⁵⁹

Die Verhandlungsphase nimmt je nach Unternehmenssituation unterschiedlich viel Zeit in Anspruch.²⁶⁰ Im Falle einfacher Verhältnisse wie bei kleineren KMU

²⁵¹ K. MÜLLER, S. 200; Vgl. Art. 200 OR und Kap. I.E.3.1. (3) mit weitergehenden Ausführungen.

²⁵² Die Ergebnisse der Due Diligence werden in einem sog. «Due Diligence Report» festgehalten.

²⁵³ Vgl. Kap. III.B.1.

²⁵⁴ VILLARD, Rz. 255 f.; TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 14, 35 f., 42; KÜNZLER, S. 71.

²⁵⁵ Art. 2 Abs. 2 ZGB.

²⁵⁶ Bestand von Beginn an keine Absicht, einen Vertrag einzugehen, und hat die Partei dennoch verhandelt, wird sie beim Abbruch der Verhandlungen schadenersatzpflichtig. Der Nachweis des mangelnden Abschlusswillens dürfte in der Praxis indes schwierig zu erbringen sein.

²⁵⁷ LUGNBÜHL, S. 29 f.

²⁵⁸ Vgl. Kap. I.E.3.1 (3).

²⁵⁹ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 19 ff.

²⁶⁰ BINDER, S. 48.

verläuft sie in der Regel kurz und wenig formal, während sie sich bei grösseren oder komplizierten Verkäufen ohne weiteres über Monate hinziehen kann.²⁶¹

Die zweite Transaktionsphase findet mit der Unterzeichnung (sog. «Signing») des Kaufvertrags sowie allfälliger Nebenverträge ihren Abschluss.

7.5. Vollzugsphase

In der dritten Prozessphase gilt es, den ausgehandelten Vertrag zu vollziehen.²⁶² Hierfür müssen zunächst die vertraglich vereinbarten Vollzugsbedingungen²⁶³ erfüllt sein. Die Aktien werden sodann am vorgängig festgelegten Übergangstichtag (sog. «Closing-Stichtag») gegen Bezahlung des Kaufpreises Zug-um-Zug übergeben. Die vorgenommenen Vollzugshandlungen (sog. «Closing-Actions») werden in einem Vollzugsprotokoll (sog. «Closing-Minutes») festgehalten.²⁶⁴

7.6. Integrationsphase

Bei einer allfälligen Integration des Unternehmens in einen bestehenden Betrieb des Käufers findet nach dem Closing die sog. «Post-Merger»-Phase statt. Primäres Ziel dieses letzten Transaktionsschritts ist es, Synergien zu nutzen, indem beispielsweise Prozesse und Strukturen vereinheitlicht und Geschäftsbereiche zusammengelegt werden.²⁶⁵ Am Ende der Transaktion wird überdies oftmals eine Erfolgskontrolle (sog. «Post-Merger-Audit») durchgeführt, die idealerweise über die rein finanzielle Analyse hinausgeht.²⁶⁶

²⁶¹ K. MÜLLER, S. 198.

²⁶² Vgl. Kap. I.D.

²⁶³ Vgl. Kap. III.B.1.

²⁶⁴ VISCHER/HÄNNI, S. 615; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 43 zu § 4.

²⁶⁵ VISCHER/HÄNNI, S. 615; TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 55 f.

²⁶⁶ JANSEN, S. 249.

8. Exkurs: Motive für einen Unternehmenskauf

8.1. Vorbemerkung

In der Literatur finden sich grundsätzlich drei Erklärungsansätze für den Kauf von Unternehmen. Man unterscheidet zwischen *strategischen, finanziellen* und *persönlichen Motiven*.

8.2. Strategische Motive

a. Allgemeines

Unternehmensstrategien sind infolge kürzer werdender Planungshorizonte, steigender regulatorischer Anforderungen und sich stetig ändernder Marktverhältnisse fortwährend zu analysieren und anzupassen.²⁶⁷ Dabei ist auch der Kauf oder Verkauf eines Unternehmens(-teils) als strategisches Mittel in Betracht zu ziehen.²⁶⁸

Strategische Motive für einen Unternehmenskauf sind vor allem das Nutzen von Synergien, die Risikoreduktion mittels Diversifikation, das Erzielen von Wachstum und die sog. «Corporate Control».

Die genannten Motive decken sich mit den beiden wichtigsten industrieökonomischen Erklärungsansätzen für Unternehmenskäufe: der Monopoltheorie und der Effizienzhypothese. Erstere besagt, dass Unternehmenskäufe in erster Linie ein Instrument zur Ausdehnung der Marktmacht bzw. zur Eindämmung des Wettbewerbs innerhalb einer Branche sind²⁶⁹. Die Effizienzhypothese hingegen zieht zur Erklärung von Unternehmenskäufen die Realisierung von Synergien in Form von Mengen- und Verbundvorteilen heran.²⁷⁰

²⁶⁷ EMCH/RENTZ/ARPAGAU, N 2373.

²⁶⁸ KÜNZLER, S. 70.

²⁶⁹ Durch den gezielten Kauf von konkurrenzierenden Unternehmen wird der Wettbewerb verringert und werden Monopolgewinne abgeschöpft.

²⁷⁰ SCHÖN, S. 63 f.; BAUER, S. 26; Vgl. auch TRAUTWEIN FRIEDRICH, Merger motives and merger prescriptions, in: Strategic Management Journal 11/1990, S. 283 ff.

b. Synergieeffekte

Typischerweise sind es die industriellen Käufer, welche vom Motiv zusätzlicher Synergien und einer damit einhergehenden Effizienzsteigerung getrieben werden. Synergieeffekte resultieren aus der Gesamtwirkung, die sich aus dem Zukauf eines neuen Unternehmens ergibt.²⁷¹ Im Vordergrund stehen die Kostensynergieeffekte (sog. «Economies of Scope»), da gemeinsam produzierte Güter eine Senkung der Kosten bewirken. Auch die Lerneffekte (sog. «Economies of Experience») und der technologische Fortschritt, die durch den Zukauf neuer Technologien, von Branchen-Know-how und gut ausgebildeten Mitarbeitenden entstehen, tragen zur Senkung der Durchschnittskosten bei. Schliesslich verhelfen auch Skaleneffekte (sog. «Economies of Scale»)²⁷² dazu, die durchschnittlichen Produktionskosten zu reduzieren.²⁷³ Da der industrielle Käufer seine bestehende Vertriebs- und Lieferantenstruktur möglichst zeitnah auf das neue Unternehmen auszuweiten gedenkt, wird er in der Regel an einer raschen Auflösung²⁷⁴ der bestehenden Vertriebs- und Lieferantenbeziehungen interessiert sein.²⁷⁵

c. Diversifikation

Ein weiteres Motiv des strategischen Käufers ist die Reduktion des eigenen Risikos durch eine möglichst breite Streuung seiner unternehmerischen Aktivitäten. Mittels Verteilung der finanziellen Anlagen auf mehrere Investitionsobjekte bzw. Unternehmen kann er das Verlustrisiko reduzieren.²⁷⁶

²⁷¹ MEIER, S. 50; KNÖFLER, S. 26.

²⁷² Skaleneffekte sind Kostenersparnisse, welche bei bestehender Produktionsfunktion und steigender Produktionsmenge aufgrund gleichbleibender Fixkosten auftreten. Der Anteil der fixen Kosten sinkt dabei pro produzierter Einheit.

²⁷³ JANSEN, S. 135.

²⁷⁴ Allfällige Kontrollwechselklauseln dürften ihm daher im Vergleich zu anderen Käufertypen gelegen kommen.

²⁷⁵ HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 333; HÖHN, S. 92; MEIER, S. 49.

²⁷⁶ JANSEN, S. 141.

Das Motiv der Diversifikation wird auch von der Kapitalmarkttheorie²⁷⁷, Portfoliotheorie²⁷⁸ und Co-Insurance-Hypothese²⁷⁹ als Erklärung aufgegriffen.²⁸⁰

d. Wachstum

Oftmals erscheint es dem strategischen Käufer schneller und einfacher, mittels Unternehmens(zu)käufen in neue Märkte vorzudringen, in stagnierenden Märkten grössere Anteile zu erzielen oder die eigene Marktstellung zu stärken. Unternehmenskäufe dienen diesfalls als strategisches Mittel, um horizontal, vertikal oder lateral zu wachsen.²⁸¹

Dabei ist der strategische Käufer aber nicht zwingend auf das bisherige Management angewiesen. Gerade in Fällen, in denen kein Eintritt in einen verwandten Markt geplant ist, wird es typischerweise zu einer Ablösung kommen. In einem solchen Fall interessieren den Käufer vor allem auch die Kosten, die mit der Auswechslung verbunden sind, namentlich die Kündigungsfristen und die Abgangsentschädigungen des Managements.²⁸²

²⁷⁷ Die Kapitalmarkttheorie beruht auf der Annahme, dass sich Risiken in effizienten Wertpapierportfolios wegdiversifizieren lassen. BÜHNER, S. 209 f.

²⁷⁸ Die Portfoliotheorie von MARKOWITZ ist ein Teilgebiet der Kapitalmarkttheorie und untersucht das Investitionsverhalten an den Kapitalmärkten. Sie basiert auf dem Konzept einer effizienten Diversifikation von Kapitalanlagen, die aus einer nach Rendite-Risiko Kriterien optimalen Wertpapierzusammensetzung besteht. Sie lässt sich aber unter der Annahme, dass ein Unternehmen einer Sammlung von Vermögensinvestitionen gleichkommt, auch zur Analyse der Unternehmensdiversifikation verwenden. BÜHNER, S. 187.

²⁷⁹ Die Co-Insurance-Hypothese ist eine weitere Theorie, die auf der Risiko-Diversifikation beruht. Sie basiert auf der Idee, dass Diversifikation der gegenseitigen Absicherung des jeweiligen finanziellen Risikos dient. SCHÖN, S. 65.

²⁸⁰ SCHÖN, S. 64 f.

²⁸¹ HOLFTER, S. 6 f.

²⁸² HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 333 f.

e. Corporate Control

Ein weiteres strategisches Motiv besteht in der Ablösung eines ineffizienten Alt-Managements durch ein neues Managementteam. Der Unternehmenswert soll durch einen verbesserten Leistungserstellungsprozess und eine effizientere Ressourcenallokation gesteigert werden.²⁸³

8.3. Finanzielle Motive

Nebst den klassischen strategischen Zielen, die mit Unternehmenskäufen einhergehen, stehen bei gewissen Käufern die finanziellen Motive im Vordergrund.

Der Finanzinvestor tätigt den Kauf insbesondere im Hinblick auf den Wiederverkauf des Unternehmens bzw. die Realisierung eines Profits. Die Investition erfolgt lediglich kurz- oder mittelfristig und ist damit von vornherein befristet. Oftmals handelt es sich um Beteiligungen an jungen, (noch) nicht börsenkotierten Gesellschaften mit innovationsbedingtem Leistungspotenzial. Die Anteile werden einzig der Rendite wegen gehalten, und um einen möglichst hohen Ertrag beim sog. «Exit» zu erwirtschaften.²⁸⁴

Den Finanzinvestor kennzeichnet, dass er meist keine oder lediglich eine rudimentäre Branchenkenntnis hat. Er fällt seinen Kaufentscheid aufgrund der Überlegung, dass das Zielunternehmen unterbewertet ist. Infolge seiner optimistischen Einschätzung und des gesehenen Entwicklungspotenzials stellt das Unternehmen für ihn ein attraktives Kaufobjekt dar.²⁸⁵

Ein weiteres finanzielles Motiv ist das Erzielen von Steuervorteilen. Von Interesse sind dabei insbesondere Unternehmen, die einen ungenutzten Verlustvortrag oder

²⁸³ JANSEN, S. 140; SCHÖN, S. 33.

²⁸⁴ HOLFTER, S. 6.

²⁸⁵ HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 333.

stille Reserven aufweisen.²⁸⁶ Aufgrund der buchhalterischen Abschreibungsmöglichkeiten lassen sich allfällige Verluste des einen Unternehmens mit Gewinnen des anderen ausgleichen.²⁸⁷

8.4. Persönliche Motive

Unternehmenskäufen liegen nicht selten persönliche Motive zugrunde.

Bei MBOs ist die Geschäftsleitung etwa der Ansicht, sie könne die Zielgesellschaft selbständig besser weiterführen.²⁸⁸ Das Management dürfte weiter daran interessiert sein, die eigene Vergütung, Unabhängigkeit und Macht auszubauen (sog. «Empire Building»)²⁸⁹ Ein MBO kann aber auch eine Abwehrmassnahme gegen Übernahmeversuche unerwünschter Kaufinteressenten sein.²⁹⁰

Die diesbezüglichen managementtheoretischen Erklärungsansätze basieren auf der Annahme des Auseinanderfallens zwischen dem Eigentum am Unternehmen und dessen Leitung, wie es für die derzeitige Managementkultur charakteristisch ist. Die Trennung wird als eigentlicher Grund für den Interessenkonflikt zwischen Eigentümern und Managern gesehen. Gemäss der Agency-Theorie verfolgt das Management nämlich primär seine persönlichen Ziele, die nicht mit den Interessen der Eigentümer übereinzustimmen haben. Exemplarisch hierfür ist die Annahme, dass das Management die frei verfügbaren Barmittel eher in den Kauf neuer Unternehmen investiert, als sie an die Aktionäre auszuschütten (sog. «Free-Cash-flow-Hypothese»)²⁹¹

²⁸⁶ JANSEN, S. 138.

²⁸⁷ SCHÖN, S. 65.

²⁸⁸ VOGEL, S. 41; Vgl. weiterführend ROLL RICHARD, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, in: Journal of Business 59/1986, S. 197 ff.

²⁸⁹ SCHÖN, S. 68.

²⁹⁰ MEIER, S. 45.

²⁹¹ SCHÖN, S. 65 f.

D. Vollzug

1. Allgemeines

Der Vollzug stellt das eigentliche Verfügungsgeschäft dar, die Zahlung des Kaufpreises an den Verkäufer und die Übertragung des Eigentums an der Kaufsache auf den Käufer. Im Falle des Aktienkaufs bedeutet letzteres die Übertragung des Eigentums an den Aktien und damit der Rechte an der Gesellschaft. Der Verkäufer hat dem Käufer die vertraglich zugesicherte Rechtsstellung zu verschaffen, damit dieser gleich dem Verkäufer nach seinem Belieben über das Unternehmen verfügen kann.²⁹² Dem Aktienkäufer ist somit nicht nur ein dem Nennwert nach bestimmter Anteil an der Gesellschaft zu übertragen, sondern vielmehr ein Bündel an Mitgliedschafts- und Vermögensrechten, durch welches er die Gesellschaft und damit das Unternehmen kontrollieren kann.²⁹³

Der Käufer wird aber nur Aktionär der jeweiligen Gesellschaft, wenn ihm die Rechtsstellung vom Verkäufer gültig verschafft worden ist.²⁹⁴ Entsprechend enthalten Aktienkaufverträge detaillierte Bestimmungen über den Ablauf des Vollzugs. Darin wird festgehalten, welche Handlungen am Vollzugstag vorzunehmen, welche Dokumente beizubringen und welche Bestätigungen einzureichen sind.²⁹⁵

Im Allgemeinen erfolgt die Erfüllung der kaufvertraglichen Hauptleistungen Zugum-Zug am selben Termin.

²⁹² LUGINBÜHL, S. 42.

²⁹³ ERNST, S. 96.

²⁹⁴ ERNST, S. 95.

²⁹⁵ TSCHÄNI/DIEM, S. 126.

2. Die Übertragung als Vollzugshandlung des Verkäufers

2.1. Überblick

Privat gehaltene Aktien werden in der Regel als Wertpapiere ausgegeben. Dies kann in Form von Einzelurkunden über einzelne Aktien, als Sammelurkunden über eine Anzahl von Aktien oder als Globalurkunde über den gesamten Aktienbestand erfolgen.²⁹⁶

Je nach Art der Aktie (Inhaber- oder Namenaktie, vinkulierte Namenaktie oder nicht verurkundete Aktie) sind zu deren gültigen Übertragung bestimmte Formerfordernisse einzuhalten. Inhaberaktien werden durch Übergabe des Besitzes an den Aktientiteln übertragen. Für Namenaktien ist nebst der Besitzesübergabe ein Indossament erforderlich, da sie Ordrepapiere sind. Unverbriefte Aktienrechte lassen sich unabhängig von der Art der Aktie mittels Zession²⁹⁷ übertragen.²⁹⁸

Soweit zur rechtsgültigen Übertragung die Zustimmung des Verwaltungsrats der verkauften Gesellschaft vorausgesetzt wird, muss beim Vollzug auch ein entsprechender Verwaltungsratsbeschluss vorliegen. Dies ist insbesondere bei vinkulierten Namenaktien schweizerischer Gesellschaften der Fall.²⁹⁹

2.2. Verbriefte Inhaberaktien

Voraussetzung für die gültige Übertragung von Inhaberaktien ist zunächst der Abschluss eines obligatorischen Rechtsgeschäfts, vorliegend eines Kaufvertrags. Die sachenrechtliche Verfügung erfolgt durch die Übertragung des Besitzes³⁰⁰ bzw.

²⁹⁶ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 4 zu § 3.

²⁹⁷ Art. 164 ff. OR.

²⁹⁸ FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL, N 85 ff. zu § 44; BAUEN/BERNET, Rz. 272 ff.

²⁹⁹ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 282.

³⁰⁰ Art. 967 Abs. 1 OR.

die Übergabe der Urkunde an den Käufer. Die Übertragung kann auch durch Besitzanweisung³⁰¹ erfolgen. Die Bank, welche die Wertpapiere aufbewahrt, erhält diesfalls die Anweisung, die Aktien künftig für den Käufer zu halten.³⁰²

Die Gültigkeit des Rechtsgeschäfts beurteilt sich bei Inhaberaktien unabhängig von der Rechtszuständigkeit des Veräusserers, sofern der Käufer diesbezüglich gutgläubig sein durfte.³⁰³

2.3. Verbriefte Namenaktien

Die Übertragung von Namenaktien folgt dem zuvor beschriebenen Ablauf für Inhaberaktien. Zusätzlich sind sie auf der Rückseite des Titels zu indossieren³⁰⁴. Alternativ lässt sich die verbrieft Namenaktie auch durch eine separate Abtretungserklärung und die Übergabe der Urkunde übertragen.³⁰⁵

Der Erwerber von Namenaktien ist im Aktienbuch der jeweiligen Gesellschaft einzutragen, die Eintragung ist für den Eigentumsübergang jedoch nicht konstitutiv.³⁰⁶

Im Gegensatz zu Inhaberaktien wird bei Namenaktien für den Eigentumsübergang der gute Glaube des Erwerbers betreffend die Rechtszuständigkeit des Veräusserers nicht vorausgesetzt. Ist der Veräusserer nicht der wirkliche Eigentümer des Aktientitels, erlangt der Käufer das Eigentum an der Namenaktie einzig dann nicht, falls er die fehlende Rechtszuständigkeit grobfahrlässig oder absichtlich ignoriert hat.³⁰⁷

³⁰¹ Art. 924 Abs. 1 und 2 ZGB.

³⁰² TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 5 zu § 3; S. MEYER, S. 15.

³⁰³ Art. 935 ZGB; BLUM, Rechtsmängel, S. 694 f.

³⁰⁴ Art. 684 Abs. 2 OR; S. MEYER, S. 15.

³⁰⁵ BLUM, Rechtsmängel, S. 694; BGE 124 III 350, E. 2. c.

³⁰⁶ VILLARD, Rz. 193; VISCHER, Lieferung von Aktien, S. 150 f.

³⁰⁷ Art. 1152 Abs. 2 i.V.m. 1006 Abs. 2 OR; BLUM, Rechtsmängel, S. 694 f.

2.4. Vinkulierte Namenaktien

Zur Übertragung vinkulierter Namenaktien bedarf es der Zustimmung des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft³⁰⁸. Im Übrigen erfolgt die Übertragung gleich wie bei nicht vinkulierten Namenaktien. Nicht börsenkotierte vinkulierte Namenaktien verbleiben solange im Eigentum des Veräusserers, als die Zustimmung des Verwaltungsrats nicht erteilt worden ist.³⁰⁹ Dies führt dazu, dass sich der Verkäufer im Aktienkaufvertrag regelmässig verpflichtet, am Closing-Stichtag die notwendige Zustimmung des Verwaltungsrats beizubringen.³¹⁰

2.5. Nicht verbriefte Aktien

Zahlreiche Gesellschaften verurkunden ihre Aktien nicht oder lediglich in Beweisurkunden. Die Übertragung (noch) nicht verbrieftter Inhaber- und Namenaktien erfolgt mittels schriftlicher Zession³¹¹ und somit nicht nach sachenrechtlichen Grundsätzen.³¹²

Der gutgläubige Erwerber ist jedoch nur geschützt, wenn der Veräusserer Verfügungsberechtigt war, da die Übertragungsform der Zession keinen Gutgläubenschutz bezüglich der Verfügungsmacht des Zedenten kennt.³¹³

Nicht verbrieftes Aktien werden in der Regel in einem elektronischen Clearingsystem erfasst und (ähnlich wie Buchgeld) buchhalterisch hin und her transferiert.³¹⁴

³⁰⁸ Vgl. Art. 685a ff. OR. Bei nicht börsenkotierten Aktien ist eine Ablehnung nur auf statutarischer oder gesetzlicher Grundlage möglich. Dabei muss es sich um einen statutarisch wichtigen Grund handeln.

³⁰⁹ Bei fehlender Ablehnung gilt die Zustimmung jedoch nach Ablauf von drei Monaten als erteilt.

³¹⁰ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 7 f. zu § 3; VILLARD, Rz. 193.

³¹¹ Art. 164 ff. OR.

³¹² BÖCKLI, Aktienrecht, N 115 zu § 4; VISCHER, Lieferung von Aktien, S. 152; VILLARD, Rz. 194; S. MEYER, S. 15.

³¹³ BLUM, Rechtsmängel, S. 694 f.

³¹⁴ VILLARD, Rz. 194.

2.6. Als Bucheffekten ausgestaltete Aktien

Die Übertragung von als Bucheffekten ausgestalteten Namen- und Inhaberaktien erfolgt nach Art. 24 BEG. Demnach erhält die Verwahrungsstelle vom Kontoinhaber eine Weisung zur Übertragung der Bucheffekten, worauf diese dem Effektenkonto³¹⁵ des Erwerbers gutgeschrieben werden.³¹⁶

Seit dem 1. Januar 2016 können Bucheffekten nur noch mittels der ordentlichen Übertragungsmodi nach Art. 24–26 BEG und nicht mehr mittels Zession³¹⁷ übertragen werden, was jedoch bereits zuvor in den Statuten oftmals ausgeschlossen worden war.³¹⁸

3. Die Bezahlung des Kaufpreises als Vollzugshandlung des Käufers

Die Hauptpflicht des Käufers besteht beim Aktienkauf darin, dem Verkäufer oder einer Drittperson den Kaufpreis zu bezahlen.³¹⁹ Liegt keine abweichende vertragliche Vereinbarung vor, wird der Kaufpreis sogleich, d.h. am Tag der Vertragsunterzeichnung, fällig.³²⁰ In der Regel vereinbaren die Parteien aber, dass der Kaufpreis mit der Übertragung der Aktien am Übergangstichtag zu bezahlen ist.

Weiter liegt meist eine Parteivereinbarung vor, wonach ein Teil des Kaufpreises (sog. «Escrow-Summe») zur Sicherstellung zukünftiger Gewährleistungsansprüche des Käufers auf das Konto (sog. «Escrow-Konto») eines Dritten (sog. «Escrow-Agent») einzuzahlen ist. Die Aufgabe des Escrow-Agenten besteht darin, die Summe während der Dauer der Gewährleistungsfrist zu verwalten. Die Parteien können aber auch unabhängig von allfälligen Gewährleistungs- und Garantiebestimmungen vertraglich vorsehen, dass die Zahlung in Raten zu erfolgen

³¹⁵ Effekten sind gemäss Art. 2 lit. b FinfraG vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten.

³¹⁶ VISCHER, Lieferung von Aktien, S. 152.

³¹⁷ aArt. 30 Abs. 3 BEG.

³¹⁸ DALLA TORRE/GERMANN, S. 577; VISCHER, Lieferung von Aktien, S. 152.

³¹⁹ Art. 184 Abs. 1 OR; TSCHÄNI/DIEM, S. 130.

³²⁰ Art. 75 OR.

hat und die Aktien bis zur letzten Ratenzahlung beim Escrow-Agenten verbleiben.³²¹

Enthält der Kaufvertrag eine Bestimmung über die Anpassung des Kaufpreises an die Entwicklungen von Bilanzpositionen zwischen Signing und Closing, ist im Rahmen des Zug-um-Zug-Austauschs der Leistungen ein provisorischer Kaufpreis zu entrichten. Die Differenz zwischen dem aufgrund der Preisanpassungsklausel berechneten definitiven Kaufpreis und dem am Vollzugsstichtag entrichteten provisorischen Kaufpreis ist zu bezahlen, sobald der betreffende Betrag definitiv bestimmt werden kann. Ähnliches gilt bei Vorliegen eines erfolgsabhängigen Kaufpreises. Diesfalls wird der fixe Teil des Kaufpreises am Vollzugsstichtag bezahlt, während die Vergütung der erfolgsabhängigen Komponente nach Abrechnung der betreffenden Kenngrösse erfolgt.³²²

Aktienkäufe werden in aller Regel mittels elektronischer Banküberweisung abgewickelt, Bar- oder Checkzahlungen³²³ sind unüblich. Um die Zahlung zu belegen, wird dem Vollzugsprotokoll meist die Bestätigung der Käuferbank beigelegt³²⁴. In der Praxis ist darauf zu achten, dass die Gutschriftanzeige das Buchungsdatum des Closing-Stichtags aufweist, weshalb die Zahlung bis 15 Uhr³²⁵ einzugeben ist (sog. «Clearingstopp-1»). Sind ausländische Banken involviert, muss der Zahlungsauftrag möglicherweise noch früher erteilt werden (teilweise bis 13 Uhr)³²⁶. Weiter ist darauf zu achten, dass die Zahlung seitens der Bank weisungskonform abgewickelt wird. Konkret bedeutet dies, dass sie nicht nur rechtzeitig, sondern

³²¹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 18 zu § 4.

³²² SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 281.

³²³ Im Falle einer Checkzahlung erfolgt die Vollzugshandlung durch Übergabe des physischen Checks gegen Übergabe der Aktien.

³²⁴ Vereinzelt vereinbaren die Parteien auch, dass der Käufer dem Verkäufer stattdessen eine Bankanweisung aushändigt.

³²⁵ Schweizerische Nationalbank, The Swiss Interbank Clearing payment system, Februar 2009, abrufbar unter <http://www.snb.ch/en/mmr/reference/sic_system/source>, 01.10.2018.

³²⁶ Damit der Kaufpreis am Closing-Stichtag dem Empfängerkonto gutgeschrieben wird, ist es ratsam, die Zusammenarbeit zwischen den betreffenden Banken und insbesondere den Zeitpunkt der elektronischen Eingabe der Zahlung vorab sicherzustellen. TSCHÄNI/DIEM, S. 133.

auch mit dem richtigen Betrag und in der richtigen Währung beim richtigen Empfänger eingeht. Sodann hat die Zahlungsnummer gut sichtbar zu sein, und es ist zu kontrollieren, dass die Zahlung nicht mehrfach ausgelöst wird.³²⁷

4. Nebenpflichten

Im Rahmen der Vertragsautonomie ist es den Parteien freigestellt, zusätzlich zu den kaufrechtlichen Hauptpflichten Nebenpflichten vorzusehen, die zum Teil ebenfalls am Übergangstichtag zu erbringen sind.³²⁸ Die Nebenpflichten müssen weder vertragstypisch sein oder sachlich mit der Hauptpflicht zusammenhängen, noch in einem Austauschverhältnis stehen.³²⁹ Auf die Nebenpflichten ist je nach Charakter der Nebenleistung ergänzend z.B. das Mietvertrags-, Auftrags- oder Werkvertragsrecht anwendbar. Welche Nebenpflichten konkret vereinbart werden, ist von den individuellen Bedürfnissen der Parteien und dem Zustand des betreffenden Unternehmens abhängig.³³⁰

Zu den selbstständig einklagbaren Nebenpflichten, die in der M&A-Praxis häufig anzutreffen sind, gehören die Pflicht, alles zu unternehmen, damit der Käufer das Unternehmen in einem ordnungsgemässen Zustand weiterführen kann, und die Pflicht, nichts zu unternehmen, was die Unternehmensfortführung erschwert.³³¹ Eine solche Nebenpflicht ist beispielsweise die Sicherstellung der Weitergeltung der Miete von betriebsnotwendigen Aktiven wie Gebäuden oder Maschinen.³³² Weiter wird der Käufer daran interessiert sein, dass der Geschäftsbetrieb (zumindest in der Anfangsphase) nicht konkurrenziert wird und keine Kunden oder Mitarbeitenden abgeworben werden. Aktienkaufverträge beinhalten daher meist ein

³²⁷ TSCHÄNI/DIEM, S. 130 f.; CERUTTI/BALZLI, S. 93.

³²⁸ ZELLWEGER-GUTKNECHT, Komm. zu Art. 184, N 8; TSCHÄNI/DIEM, S. 131.

³²⁹ Urteil LB150022 des Zürcher Obergerichts vom 14. September 2015, E. 3.4.2.

³³⁰ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 17 f., 366 f.

³³¹ LUGINBÜHL, S. 34 f.

³³² Vgl. hierzu die weiteren Ausführungen unter Kap. II.B.3.1; SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 366 f.

Konkurrenzverbot zu Lasten des Verkäufers.³³³ Des Weiteren können Aktionärsdarlehen bestehen, die der bisherige Anteilsinhaber der Gesellschaft gewährt hat. Diese sind am Vollzugsstichtag mittels schriftlicher Zession auf den Käufer zu übertragen.³³⁴ Typischerweise enthalten Aktienkaufverträge auch Nebenpflichten betreffend die Kosten- und Steueraufteilung der Transaktion sowie die Verwendung der Immaterialgüterrechte und der Firma des Zielunternehmens.³³⁵

Bei Nebenpflichten, für die separate Verträge abzuschliessen sind, verlangt der Käufer in der Regel, dass die rechtsgültig unterzeichneten Verträge gleichzeitig mit Erfüllung der kaufvertraglichen Hauptpflichten übergeben werden.³³⁶

5. Aktienkauf als Zug-um-Zug-Geschäft

Die Vertragsparteien eines Kaufvertrags sind grundsätzlich verpflichtet, ihre Leistungen Zug-um-Zug nach Vertragsunterzeichnung oder, falls der Vertrag Bedingungen unterliegt, nach Eintritt dieser Bedingungen zu erfüllen.³³⁷

Der Aktienkaufvertrag nimmt diesen Punkt in der Regel auf und bestimmt den Ort und Zeitpunkt der geschuldeten Erfüllungshandlungen. Zudem werden regelmässig nicht nur die Hauptleistung, sondern auch die am Closing-Stichtag zu erbringenden Nebenleistungen ins Synallagma³³⁸ gesetzt. Die Nebenleistungen werden so zu einem Teil des Vertragsanzes.³³⁹ Die erfüllungsbereite Partei darf ihre Leistung folglich selbst dann zurückbehalten, wenn die Gegenpartei es (lediglich) un-

³³³ VISCHER/HÄNNI, S. 625.

³³⁴ TSCHÄNI/DIEM, S. 131 f.

³³⁵ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 44 zu § 4.

³³⁶ SCHENKER, Rechtsbehelfe, S. 114.

³³⁷ Art. 184 Abs. 2 OR.

³³⁸ Vgl. auch STÖCKLI HUBERT, Das Synallagma im Vertragsrecht, Zürich 2008, S. 29.

³³⁹ Urteil LB150022 des Zürcher Obergerichts vom 14. September 2015, E. 3.4.2.

terlässt, eine Nebenleistung zu erbringen, was ohne ausdrückliche vertragliche Bestimmung unzulässig wäre.³⁴⁰ Der Käufer kann die Kaufpreiszahlung daher zurückhalten, wenn der Verkäufer die Aktien am Vollzugstermin zwar übergibt, die vertraglich vorgesehenen Nebenpflichten jedoch nicht erbringt.

6. Organisation und Ablauf des Vollzugs

Um einen störungsfreien Ablauf des Vollzugs sicherzustellen, durchlaufen die Berater meist bereits im Vorfeld (zumindest funktional) die einzelnen Schritte. Ein solches sog. «Pre-Closing» trägt dazu bei, Unsicherheiten bezüglich der Erfüllung oder Nichterfüllung allfälliger Bedingungen zu erkennen und einen möglichen Vertragsrücktritt des Käufers besser vorherzusehen.³⁴¹ Weiter wird anhand von Kontrolllisten sichergestellt, dass die erforderlichen Unterlagen in der entsprechenden Form vorliegen, die Teilnehmer gehörig bevollmächtigt sind und die Vorkehrungen für die Überweisung des Kaufpreises getroffen worden sind. Am Vollzugstag werden sämtliche zu liefernden Dokumente nochmals kontrolliert. Trotz sorgfältiger Planung lassen sich unvorhergesehene Schwierigkeiten nicht immer vermeiden. Mithilfe ausreichend breiter Vollmachten der am Vollzug teilnehmenden Personen können gewisse Probleme aber behoben werden.³⁴²

Ist der Vollzug gut organisiert, läuft die Zahlung des Kaufpreises in der Regel unproblematisch ab.³⁴³ Sobald sämtliche Vollzugsdokumente in der entsprechenden Form vorliegen, löst der Käufer die Kaufpreiszahlung aus.³⁴⁴ Üblicherweise wartet er mit der Entgegennahme der zur Eigentumsübertragung notwendigen Dokumente, bis der Kaufpreis gemäss Gutschriftanzeige auf dem Konto des Verkäufers eingetroffen ist.³⁴⁵ Jene Dokumente und Erklärungen, die der Verkäufer dem

³⁴⁰ TSCHÄNI/DIEM, S. 125, 132.

³⁴¹ BÖCKLI, S. 106.

³⁴² TSCHÄNI/DIEM, S. 133.

³⁴³ VISCHER/HÄNNI, S. 622.

³⁴⁴ TSCHÄNI/DIEM, S. 133.

³⁴⁵ VISCHER/HÄNNI, S. 622.

Käufer zu übergeben hat³⁴⁶, werden im Vollzugsprotokoll respektive in den Closing-Minutes einzeln aufgezählt und die Belege in kopierter Form beigelegt. Zum Schluss wird das Protokoll von den Parteien und deren Vertretern unterzeichnet. Für den (seltenen) Fall, dass der Kaufvertrag nicht an einem Tag vollzogen werden kann, sind organisatorische Vorkehrungen zu treffen.³⁴⁷

³⁴⁶ Dies sind zum Beispiel die Aktienzertifikate, Kopien des Aktienbuchs, Rücktrittserklärungen von Verwaltungsratsmitgliedern oder der Revisionsstelle oder Abschriften des Beschlusses, wonach der Verwaltungsrat die Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Namenaktien gibt. TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 43 (FN 50) zu § 4.

³⁴⁷ TSCHÄNI/DIEM, S. 133; TSCHÄNI, Übernahme- und Zusammenschlussformen, S. 22.

E. Allokation von Risiken

1. Allgemeines

Käufer und Verkäufer verfügen bei Aktienkäufen nicht kotierter Gesellschaften über weitreichende Privatautonomie. Es ist ihnen freigestellt, wie sie die vertraglichen Abreden je im Einzelnen den Rahmenbedingungen und der Verhandlungsposition entsprechend treffen wollen.³⁴⁸

Dies betrifft auch die Frage der Risikoallokation. Das Gesetz weist die kaufvertraglichen Risiken zwar jeweils einer Partei zu, doch angesichts der individuellen Risikofähigkeit und Risikokultur der Vertragsparteien wird die gesetzliche Risikoallokation oftmals vertraglich modifiziert.³⁴⁹

2. Risiko

In der Theorie und Praxis gibt es zahlreiche Risikodefinitionen, jedoch keinen einheitlichen, allgemein akzeptierten Risikobegriff.³⁵⁰ Wegen seiner interdisziplinären Bedeutung wird der Begriff in verschiedenen Fachgebieten verwendet und ihm unterschiedliche Bedeutung beigemessen.³⁵¹

Für den Vertragsjuristen eignet sich die folgende Risikodefinition:

*"Risiko ist die Möglichkeit, dass zufolge eines oder mehrerer Störfaktoren (Zustände oder Ereignisse) im Zusammenhang mit einem Vertrag einer Partei ein Nachteil (insbesondere ein Schaden) erwächst".*³⁵²

³⁴⁸ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 7.

³⁴⁹ M. MEYER, S. 194.

³⁵⁰ SCHUMACHER, S. 428.

³⁵¹ M. MEYER, S. 35.

³⁵² HALLER, Risiko-Dialog, S. 77; SCHUMACHER, S. 428 f.

Diese Definition gilt es zu präzisieren:

(i) Zwar ist der Risikobegriff in obiger Definition *negativ* besetzt und als möglicher Nachteil unerwünscht³⁵³, doch hängt die Beurteilung des Risikos als positiv oder negativ auch von der subjektiven Betrachtungsweise der betreffenden Vertragspartei ab. Risiken sind daher subjektive Grössen, die von der jeweiligen Kultur, Position, Einstellung, Prägung, Erfahrung und somit vom Standpunkt bzw. Bezugssystem des Betrachters abhängig sind.³⁵⁴ Auch nach der soziologischen Risikodefinition von LUHMANN³⁵⁵, wonach ein Risiko dann vorliegt, "*wenn ein möglicher Schaden um des Vorteils willen in Kauf genommen wird*", hängt das Risiko vom Beobachter und seinem Wissen über die Entscheidungsmöglichkeiten ab.³⁵⁶ Für die vorliegende Arbeit wird jedoch versucht, eine objektive Risikosichtweise einzunehmen.

(ii) Der Risikoeintritt ist bei Vertragsschluss ungewiss, doch ist nicht jede Ungewissheit einem Risiko gleichzusetzen.³⁵⁷ VON DER CRONE verwendet als Abgrenzungskriterium der Begriffe *Risiko* und *Ungewissheit* die Kontrollierbarkeit des Ausgangs. Demnach zeichnen sich Risiken durch einen nicht kontrollierbaren Ausgang aus, während Ungewissheit besteht, wenn der Ausgang von Entscheidungen anderer Personen abhängig ist.³⁵⁸ Anders LUHMANN³⁵⁹, der unterstellt, dass die Kontrollierbarkeit des Ausgangs bei Risiken möglich ist. Seiner Ansicht nach lassen sich Risiken insofern vermeiden, als eine negative Entscheidung über deren Eingehen getroffen wird.³⁶⁰ Wie im Zusammenhang mit der Differenzierung in Aktions-³⁶¹ und Bedingungsrisiken³⁶² noch zu zeigen sein wird, geht die vorlie-

³⁵³ SCHUMACHER, S. 429.

³⁵⁴ STAUB/ALLENSPACH, S. 8.

³⁵⁵ LUHMANN, S. 7.

³⁵⁶ M. MEYER, S. 35.

³⁵⁷ SCHUMACHER, S. 428 f.

³⁵⁸ VON DER CRONE, Rahmenverträge, S. 87 ff.; M. MEYER, S. 36.

³⁵⁹ LUHMANN, S. 23.

³⁶⁰ M. MEYER, S. 35.

³⁶¹ Vgl. Kap. II.A.2.1

³⁶² Vgl. Kap. II.A.2.2.

gende Arbeit ebenfalls von der Annahme aus, dass bestimmte Risiken kontrollierbar gemacht werden können, jedoch ohne dass eine negative Entscheidung über deren Eingehen getroffen wird.

(iii) Der Begriff des *Nachteils* ist weit zu fassen. So kann sich ein Nachteil darin äussern, dass in einer Zielkette ein Zwischenziel oder das Endziel verfehlt wird, oder dass ein Vertrag nicht rechtswirksam wird, weil beispielsweise eine aufschiebende Bedingung nicht erfüllt wird.³⁶³

(iv) Ereignisse oder Zustände sind keine eigentlichen *Störfaktoren*, sondern vielmehr als (gewöhnliche) Begleiterscheinungen aus Sicht der betroffenen Partei zu verstehen.³⁶⁴ Wesentlich ist die Erkenntnis, dass Risiko nicht zwingend eine Gefahr zu bedeuten hat. Letztere äussert sich meist in einem unmittelbar bevorstehenden Risiko und ist somit lediglich als dessen Teilmenge aufzufassen.³⁶⁵

Für die vorliegende Arbeit interessieren jene Risiken, welche den Vollzug des Aktienkaufvertrags selbst betreffen. Sei es, dass sie aufgrund ihres Eintritts den Vollzug verhindern oder diesen infolge zusätzlicher Kosten oder Auswirkungen auf den Wert des Unternehmens verteuern oder erschweren. Dabei ist zwischen jenen Risiken zu unterscheiden, die von der Transaktion unabhängig sind und durch diese lediglich vom Verkäufer auf den Käufer übergehen, und solchen, die erst durch die Transaktion ausgelöst werden.³⁶⁶ Sie werden im Folgenden gesamthaft *Vollzugsrisiken* genannt.

3. Allokation

Unter Allokation ist vorliegend die Frage zu verstehen, welche Vertragspartei das jeweilige Risiko trägt und im Falle dessen Eintritts für den entsprechenden Schaden einzustehen hat. Allokation bezeichnet demnach die Zuordnung des Risikos

³⁶³ SCHUMACHER, S. 429.

³⁶⁴ STAUB/ALLENSPACH, S. 8.

³⁶⁵ STAUB, S. 126.

³⁶⁶ M. MEYER, S. 46, 67.

zur einen oder anderen Partei. Die Risikoordnung kann kraft Gesetz erfolgen oder im Rahmen der Parteiautonomie vertraglich geregelt werden.

3.1. Gesetzliche Allokation

a. Vorbemerkung

Zur Abhandlung der vertraglichen Risikoallokation in Kap. III dieser Arbeit ist methodisch die vorgängige Aufarbeitung der gesetzlichen Anspruchsgrundlagen geboten. Zum einen, da die gesetzliche Regelung die Grundlage der vertraglichen Regelung bildet, zum anderen, weil sie als eine Art "Benchmark" in den Verhandlungen immer wieder argumentativ vorgebracht wird.³⁶⁷

Da das Bundesgericht³⁶⁸ nur die Aktientitel, nicht aber das von der Gesellschaft betriebene Unternehmen als Kaufgegenstand erachtet, ist die Geltendmachung von Gewährleistungsansprüchen hinsichtlich der Mängel am Unternehmen beim Aktienkauf gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung ausgeschlossen.³⁶⁹ Wie im Folgenden zu zeigen sein wird, überzeugt in diesem Zusammenhang einzig die nach Lehre und Rechtsprechung vorgesehene Möglichkeit, den Aktienkauf mittels Geltendmachung eines Willensmangels anzufechten.³⁷⁰

b. Leistungsstörungen

Die Leistungsstörungen bei Aktienkaufverträgen lassen sich in Fälle der Nichterfüllung und des Verzugs sowie in Fälle der Schlechterfüllung unterteilen³⁷¹. Wich-

³⁶⁷ SCHENKER, Risikoallokation, S. 245.

³⁶⁸ BGE 79 II 155, 158.

³⁶⁹ HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 347.

³⁷⁰ HEHLI, S. 10.

³⁷¹ Zahlenmässig überwiegen die Fälle der Schlechterfüllung, während der Verzug und die Nichterfüllung in der Praxis selten sind. TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 46 zu § 4.

tig ist in diesem Zusammenhang die zeitliche Fixierung des Übergangs von Nutzen und Gefahr³⁷², da der Zeitpunkt des Gefahrenübergangs über die Anwendung des Gewährleistungsrechts entscheidet.³⁷³ Vorher entstandene Mängel unterliegen den Art. 197 ff. OR, nachher entstandene werden von den allgemeinen Nichterfüllungsregeln³⁷⁴ erfasst.³⁷⁵

Bleibt seitens einer der Parteien die vertraglich geschuldete Leistung aus oder wird sie nicht rechtzeitig erfüllt, stehen der Gegenpartei die Rechtsbehelfe nach Art. 82 und 97 ff. OR sowie die besonderen Bestimmungen des Kaufrechts nach Art. 190 f. OR (bei Verzug des Verkäufers) und Art. 214 f. OR (bei Verzug des Käufers) zur Verfügung.

Im Falle einer Schlechterfüllung, d.h. bei Vorliegen eines Rechts- oder Sachmangels, gelangen grundsätzlich die kaufrechtlichen Gewährleistungsregeln zur Anwendung. Konkurrenzierend können die Parteien ihren Erfüllungsanspruch auch aus Art. 97 ff. OR herleiten. Alternativ besteht die Möglichkeit, den Vertrag wegen eines Willensmangels nach Art. 23 ff. OR, einer deliktischen Handlung nach Art. 41 ff. OR oder aus *culpa in contrahendo* anzufechten.³⁷⁶

(1) Übergang von Nutzen und Gefahr

Nach Art. 185 Abs. 1 OR gehen Nutzen und Gefahr bei beweglichen Kaufgegenständen mit Abschluss des Vertrags auf den Erwerber über³⁷⁷, sofern nicht besondere Verhältnisse oder vertragliche Abreden vorliegen.³⁷⁸

³⁷² Art. 185 Abs. 1 OR.

³⁷³ LUGINBÜHL, S. 113; KOLLER, BSK OR I, Komm. zu 185, N 45.

³⁷⁴ Art. 97 ff., 119 OR.

³⁷⁵ KOLLER, BSK OR I, Komm. zu 185, N 45.

³⁷⁶ Vgl. die ständige Rechtsprechung dazu in BGE 133 III 335; 108 II 102; 107 II 161.

³⁷⁷ Beim Aktienkauf ist dies der Zeitpunkt der Vertragsunterzeichnung.

³⁷⁸ Vgl. BGE 128 III 370; BGer 4A_601/2009, E. 3.2.4.

Wirtschaftlich betrachtet führt die gesetzliche Regelung dazu, dass der mit dem Unternehmen verbundene Nutzen ab dem Stichtag der Bilanz, die dem Kaufentschluss bzw. den Kaufpreisverhandlungen zugrunde lag, auf den Käufer übergehen. Da sich alle betrieblichen Veränderungen sowie die Gewinne und Verluste, die ab diesem Zeitpunkt eingetreten sind, auf den Kaufgegenstand auswirken und dessen Wert beeinflussen können, führt dies zur vorne³⁷⁹ dargestellten und nachfolgend noch zu besprechenden³⁸⁰ Locked Box-Methode.³⁸¹

Nach Lehre und Rechtsprechung ist dann von besonderen Verhältnissen auszugehen, wenn der Verkäufer die alleinige Verfügungsmacht über die Sache behält und der Käufer sich weder veranlasst sieht noch die Möglichkeit hat, die erforderlichen Vorkehrungen zur Schadensabwehr zu treffen.³⁸² Im vorliegend diskutierten Zusammenhang stellt sich die Frage nach der Annahme besonderer Verhältnisse insbesondere dann, wenn nach der Vertragsunterzeichnung, aber vor der Übergabe der Kontrollmöglichkeit über das Unternehmen, Leistungsstörungen eintreten. Führt der Verkäufer das Unternehmen zwischen Signing und Closing in seinem Interesse weiter, ohne dass der Käufer die Geschäftsführung beeinflussen kann, weil der Verkäufer z.B. bis zum Closing noch den Gewinn beziehen darf, liegt nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung³⁸³ eine Ausnahme nach Art. 185 Abs. 1 OR vor. In diesem Fall trägt der Verkäufer das entsprechende Geschäftsrisiko für die Zeitspanne zwischen Signing und Closing, während dem Käufer erst ab dem Vollzugsstichtag das Risiko einer zufälligen Verschlechterung des Kaufgegenstands zufällt.³⁸⁴

³⁷⁹ Vgl. Kap. I.C.4.3.b.

³⁸⁰ Vgl. Kap. III.C.4.1.

³⁸¹ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 300.

³⁸² KOLLER, BSK OR I, Komm. zu 185, N 38.

³⁸³ BGer 4A_601/2009, E. 3.2.4.4.

³⁸⁴ LUGINBÜHL, S. 114 ff.; GIGER, Komm. zu Art. 185 OR, N 74 f.

Nimmt man die formale Sichtweise des Bundesgerichts ein³⁸⁵, besteht der Nutzen beim Aktienkauf aus den Dividenden und Ausschüttungen, welche die Gesellschaft tätigt. Der Ertrag, den die Gesellschaft erwirtschaftet, ist hingegen nicht als Nutzen zu qualifizieren, weil er juristisch gesehen nicht auf dem Kaufgegenstand der Aktie anfällt.³⁸⁶

Wurden im Kaufvertrag aufschiebende oder auflösende Bedingungen vereinbart, verschiebt sich der Übergang von Nutzen und Gefahr nach Art. 185 Abs. 3 OR auf den Eintritt der betreffenden Bedingungen.³⁸⁷ Dies dürfte bei Unternehmenskäufen in Form des Aktienkaufs der überwiegende Fall sein.

(2) Nichterfüllung und Verzug

Leistungsverweigerungsrecht aus Art. 82 OR

Die Nichterfüllung und der Verzug bestehen aus Sicht der erfüllungsbereiten Partei im Zeitpunkt, in dem die Leistung fällig wird, darin, dass die Gegenpartei die vertraglich geschuldete Gegenleistung nicht oder nicht rechtzeitig erbringt.³⁸⁸

Die Erfüllung von Aktienkaufverträgen hat, wie gesehen³⁸⁹, Zug-um-Zug³⁹⁰ zu erfolgen. Demnach sind beide Parteien verpflichtet, ihre Leistung am Vollzugstermin zu erbringen. Aus der Zug-um-Zug-Regel folgt das in Art. 82 OR umschriebene Rückbehaltrecht: Bleibt seitens einer der Parteien die Leistung aus, kann die erfüllungsbereite Gegenpartei die Einrede des nicht erfüllten Vertrags geltend ma-

³⁸⁵ Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung bezieht sich die Regelung von Nutzen und Gefahr auf den rechtlichen Kaufgegenstand, d.h. die Aktie. Anders sieht das die Lehre, welche auch beim Aktienkauf das Unternehmen als Kaufgegenstand erachtet und Art. 185 Abs. 1 OR deshalb auf dieses angewandt haben will.

³⁸⁶ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 300.

³⁸⁷ Vgl. LUGINBÜHL, S. 116.

³⁸⁸ M. MEYER, S. 136 ff.

³⁸⁹ Vgl. Kap. I.D.5.

³⁹⁰ Art. 184 Abs. 2 OR.

chen. Sie ist folglich berechtigt ihre Leistung zurückzuhalten, solange die Gegenpartei ihrerseits nicht bereits geleistet oder die Leistung gehörig angeboten hat.³⁹¹ Bleibt somit die Zahlung der Aktien am zuvor vereinbarten Stichtag aus, hat der Verkäufer die Möglichkeit, die Übertragung der Aktien zu verweigern. Umgekehrt kann der Käufer die Zahlung zurückhalten, falls der Verkäufer nicht bereit ist, die Aktien Zug-um-Zug zu übertragen. Eine Einrede nach Art. 82 OR kann der Käufer jedoch nicht nur in Fällen der Nichterfüllung, sondern auch bei Schlechterfüllung, d.h. bei nicht vertragsgemässer Erfüllung, geltend machen.³⁹²

Nichterfüllung und Verzug des Käufers

Bleiben bei Fälligkeit die im Kaufvertrag vereinbarten Erfüllungshandlungen des Käufers aus, stehen dem erfüllungsbereiten Verkäufer weiter die allgemeinen Verzugsregeln nach Art. 102 ff. OR sowie die kaufrechtlichen Spezialvorschriften nach Art. 214 f. OR offen.

Der Verkäufer hat bei ausbleibender Zahlung am Vollzugsstichtag somit die folgenden Möglichkeiten:

(i) Zunächst kann er dem Käufer eine Nachfrist setzen und mittels Leistungsklage auf Realerfüllung, d.h. auf Zahlung des Kaufpreises, bestehen³⁹³. Zusätzlich kann er Verzugszins³⁹⁴ sowie bei Verschulden³⁹⁵ Schadenersatz³⁹⁶ fordern, sollte der Schaden, den der Verkäufer aufgrund der Zahlungsverzögerung erleidet, den Ver-

³⁹¹ KOLLER, BSK OR I, Komm. zu Art. 184 OR, N 92.

³⁹² ERNST, S. 104.

³⁹³ Art. 107 Abs. 1 OR.

³⁹⁴ Art. 104 OR.

³⁹⁵ Nach Art. 106 Abs. 1 OR ist es am Käufer nachzuweisen, dass ihn kein Verschulden trifft.

³⁹⁶ Der Schadenersatz umfasst insbesondere die hypothetischen Zinserträge aus der Anlage des Kaufpreises [Anm.: wobei dieser aufgrund des heutigen Zinsniveaus wohl irrelevant ist]. Gegenüber dem Schaden muss sich der Verkäufer sämtliche Vorteile anrechnen lassen, die er aus dem Verzug zieht. Beim Aktienkauf sind dies die Dividenden und Ausschüttungen, die in dieser Zeitspanne ausgerichtet werden. SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 408.

zugszins übersteigen. Ist vertraglich kein höherer Verzugszinssatz vorgesehen, beträgt dieser unabhängig von den im Verzugszeitpunkt geltenden Zinssätzen 5%³⁹⁷. Sind die Parteien jedoch als Kaufleute zu qualifizieren, d.h. als professionelle Wirtschaftssubjekte, die den Aktienkauf zum Zweck des Wiederverkaufs tätigen, fällt gegebenenfalls ein tieferer Bankdiskontsatz³⁹⁸ an.³⁹⁹ Wählt der Verkäufer dieses Vorgehen und hält er somit am Vertrag fest, ist er selbst verpflichtet, weiterhin zu erfüllen bzw. die Vollzugshandlungen zu erbringen.

(ii) Daneben hat der Verkäufer aber auch die Möglichkeit, nach Ablauf der angesetzten Nachfrist unverzüglich den Verzicht⁴⁰⁰ auf die Zahlung zu erklären, und entweder am Vertrag festzuhalten, oder vom Vertrag zurücktreten.⁴⁰¹

Bei einem Festhalten am Vertrag hat der Verkäufer einen Schadenersatzanspruch im Umfang des positiven Vertragsinteresses bzw. des Erfüllungsinteresses, falls der Käufer den Verzug verschuldet⁴⁰² hat. Der Verkäufer ist folglich so zu stellen, wie wenn der Vertrag gehörig erfüllt worden wäre.⁴⁰³ Zur Geltendmachung des Erfüllungsinteresses muss der Verkäufer jedoch die Differenz zwischen dem tatsächlich gelösten bzw. erzielbaren und dem vertraglich vereinbarten Kaufpreis nachweisen. Dieser Nachweis gelingt ihm am sichersten und in der Praxis wohl ausschliesslich dadurch, dass er ein Auktionsverfahren durchführt. Wird das Aktienpaket dabei zu einem tieferen als dem bei gehöriger Erfüllung bezahlten Kaufpreis veräussert, kann er die Differenz zwischen den beiden Verkaufspreisen als Schaden geltend machen.⁴⁰⁴

³⁹⁷ BGE 105 II 233.

³⁹⁸ BGE 116 II 140; Beim Bankdiskontsatz handelt es sich um den Satz, zu dem erstklassige Wechsel bei Banken diskontiert werden. Da die Wechseldiskontpraxis jedoch nicht mehr sonderlich verbreitet ist, ist es teilweise schwierig, einen solchen Zinssatz zuverlässig feststellen zu lassen. SCHENKER, Rechtsbehelfe, S. 131 (FN 81); Es ist deshalb der Zinssatz für ungedeckte Kontokorrentkredite heranzuziehen. BUCHER, OR AT, S. 362 (FN 129).

³⁹⁹ Art. 104 OR; SCHENKER, Rechtsbehelfe, S. 131.

⁴⁰⁰ Mit der Verzichtserklärung wird ein Gestaltungsrecht ausgeübt. Sie ist deshalb bedingungsfeindlich und unwiderruflich. BUCHER, OR AT, S. 373.

⁴⁰¹ Art. 107 Abs. 2 OR.

⁴⁰² Das Verschulden wird nach Art. 97 OR vermutet.

⁴⁰³ BUCHER, OR AT, S. 376, 379.

⁴⁰⁴ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 411 f.

(iii) Zieht der Verkäufer hingegen die Möglichkeit eines Rücktritts⁴⁰⁵ vor, fällt der Vertrag dahin und hat er Anspruch auf Schadenersatz im Umfang des negativen Vertragsinteresses bzw. Vertrauensschadens. Der Verkäufer ist demnach so zu stellen, wie wenn er den Vertrag nicht eingegangen wäre. Die schon erbrachten Leistungen sind zurückzuerstatten und aller nachweislich adäquat kausale Schaden ist zu ersetzen. Unter letzteren fallen insbesondere die Vertragsabschlusskosten (z.B. die Anwalts- und Beratungshonorare für die Ausarbeitung des Aktienkaufvertrags).⁴⁰⁶ Diesen Schaden wird der Verkäufer in der Regel ohne Schwierigkeiten darlegen können. Schwieriger dürfte es für ihn sein, den Opportunitätschaden nachzuweisen. Dieser besteht darin, dass der Verkäufer aufgrund des Vertrags mit dem Käufer andere lohnende Geschäftsabschlussmöglichkeiten nicht wahrgenommen hat. Die Beweisführung wird praktisch immer am Nachweis des hypothetischen Kausalzusammenhangs scheitern.⁴⁰⁷ Hat der Verkäufer im Vorfeld des Verkaufs an den Käufer jedoch auch mit anderen Parteien verhandelt und entsprechende (schriftliche) Angebote erhalten, kann er darlegen, dass er ein solches Angebot hätte annehmen können, wenn er den Vertrag mit dem Käufer nicht eingegangen wäre.⁴⁰⁸

Allen drei oben genannten Möglichkeiten ist gemein, dass der Verkäufer den Käufer zu mahnen hat, bevor er ihn in Verzug setzen kann, es sei denn, es handle sich um ein Verfalltagsgeschäft.⁴⁰⁹ Ein solches ist anzunehmen, wenn im Aktienkaufvertrag ein Fälligkeitsdatum bestimmt worden ist. Dies dürfte der Normalfall sein, da der Vollzugszeitpunkt in der Regel vorab vereinbart wird.⁴¹⁰ Ein Verfalltagsgeschäft ist aber auch dann anzunehmen, wenn der Aktienkaufvertrag zwar kein

⁴⁰⁵ Art. 109 OR.

⁴⁰⁶ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 51 zu § 4; BUCHER, OR AT, S. 376, 379; WATTER, Unternehmensübernahmen, N 294.

⁴⁰⁷ WATTER, Unternehmensübernahmen, N 294.

⁴⁰⁸ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 411.

⁴⁰⁹ Art. 102 Abs. 2 OR.

⁴¹⁰ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 52 zu § 4.

bestimmtes Datum enthält, jedoch festgehalten wurde, dass die Fälligkeit bei Erfüllung bestimmter Bedingungen eintritt und das Fälligkeitsdatum dadurch bestimmbar wird.⁴¹¹

(iv) Der Verkäufer hat bei Verzug des Käufers weiter die Möglichkeit, nach den besonderen kaufrechtlichen Bestimmungen⁴¹² vorzugehen. Hierfür hat er zwar keine Nachfrist zu setzen, muss allerdings unverzüglich⁴¹³ erklären, welchen der ihm zur Verfügung stehenden Rechtsbehelfe er ergreifen will. Die h. L.⁴¹⁴ und Rechtsprechung anerkennen sowohl die Möglichkeit eines Vertragsrücktritts als auch des Festhaltens am Vertrag unter Geltendmachung des Schadens nach der Differenztheorie⁴¹⁵. In der Praxis kann der Verkäufer die Transaktion demnach mit einem anderen Käufer durchführen und, wenn er dabei einen tieferen Verkaufspreis erzielt, die Differenz als Schadenersatz einfordern.⁴¹⁶ Die Möglichkeit, ohne Nachfristansetzung sofort vom Vertrag zurückzutreten, erweist sich bei Aktienkäufen jedoch als wenig sachgerecht. Ist die Zahlungsverspätung beispielsweise technisch bedingt, wie dies bei grösseren Geldzahlungen vorkommen kann, erscheint eine sofortige Vertragsauflösung als eine unangemessen harte Sanktion.⁴¹⁷ Die Nichterfüllung oder verspätete Erfüllung des Käufers ist in der Praxis häufiger anzutreffen als jene des Verkäufers. Ein Grund dafür ist die käuferseitige Abhängigkeit von Fremdfinanzierungen. Fallen die Geldgeber aus oder verschärfen diese ihre Kreditbestimmungen, endet dies meist in einem Verzug des Käufers. Auch verschlechterte Konjunkturaussichten oder das Gefühl, einen zu hohen Kaufpreis bezahlen zu müssen, können zur käuferseitigen Zahlungsunwilligkeit führen.⁴¹⁸

⁴¹¹ SCHENKER, Rechtsbehelfe, S. 116.

⁴¹² Art. 214 f. OR.

⁴¹³ Vgl. BGE 96 II 50, wonach 6 Tage nach Eintritt des Vollzugs als rechtzeitig qualifiziert wurde.

⁴¹⁴ Vgl. statt vieler KOLLER, BSK OR I, Komm. zu Art. 214 OR, N 2 ff.

⁴¹⁵ Die Bemessung des Schadens erfolgt bei der Differenztheorie nach der Differenz zwischen dem vereinbarten Kaufpreis und dem Erlös des Deckungskaufs.

⁴¹⁶ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 54 zu § 4.

⁴¹⁷ SCHENKER, Rechtsbehelfe, S. 134.

⁴¹⁸ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 50 zu § 4.

Nichterfüllung und Verzug des Verkäufers

Überträgt der Verkäufer die Aktien am vereinbarten Vollzugsstichtag nicht auf den Käufer, fehlt letzterem die Verfügungsmacht und damit die Leitungsgewalt über das Unternehmen. Die Hauptleistung des Verkäufers ist nicht (rechtzeitig) erfolgt.⁴¹⁹

Dem Käufer stehen bei Verzug oder Nichterfüllung des Verkäufers ebenfalls die allgemeinen Behelfe aus Art. 107 ff. OR und die kaufrechtlichen Spezialvorschriften nach Art. 190 f. OR offen.

Er hat nach den allgemeinen Verzugsregeln drei Möglichkeiten, um gegen die fehlende Übergabe der Aktien am Vollzugsstichtag vorzugehen:

(i) Er kann auf der nachträglichen Erfüllung des Verkäufers bestehen und bei verkäuferseitigem Verschulden⁴²⁰ zusätzlich Schadenersatz⁴²¹ für den Verspätungsschaden fordern.⁴²² Dieser umfasst den Nutzen, der dem Käufer durch die nicht fristgerechte Übereignung der Aktien entgeht und entspricht damit dem Dividenden-ertrag und den anderen Ausschüttungen, welche die Gesellschaft in der Zeit zwischen dem Vollzugsstichtag und der tatsächlichen Erfüllung des Vertrags ausgerichtet hat.⁴²³ Des Weiteren kann der Käufer auch jene Aufwendungen und Auslagen geltend machen, die ihm aus dem Verzug entstanden sind.⁴²⁴ Der Käufer hat sich aber bei der Geltendmachung seiner Schadenersatzansprüche sämtliche Vor-

⁴¹⁹ LUGINBÜHL, S. 120.

⁴²⁰ Wie allgemein bei Vertragsverletzungen wird das Verschulden vermutet. Es ist daher Sache des Verkäufers nachzuweisen, dass ihn kein Verschulden an der Leistungsverzögerung trifft. Ein Verschulden liegt z.B. vor, wenn der Verkäufer Aktien verspricht, an denen er zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses kein Eigentum hatte oder an denen Dritte dingliche Rechte besaßen, die eine Übertragung unmöglich machen. Kannte der Verkäufer die vorgenannten Drittrechte nicht, liegt grundsätzlich ebenfalls ein Verschulden vor, da ein sorgfältiger Verkäufer die Eigentumsverhältnisse vor dem Verkauf feststellen muss. SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 395.

⁴²¹ Art. 103 OR.

⁴²² M. MEYER, S. 142 ff.

⁴²³ SCHENKER, Rechtsbehelfe, S. 119.

⁴²⁴ BGE 116 II 441 ff.

teile, die aufgrund der Verzögerung entstanden sind, anrechnen zu lassen. Ein solcher Vorteil besteht z.B. darin, dass er die für die Kaufpreiszahlung bereitgestellten finanziellen Mittel in der Zwischenzeit gewinnbringend(er) anlegen konnte.⁴²⁵

Daneben haftet der säumige Verkäufer auch für den Zufall⁴²⁶, d.h. für eine von seinen eigenen Handlungen unabhängige Zerstörung oder Verschlechterung des Kaufgegenstands in der Zeit zwischen dem Eintritt des Verzugs und der tatsächlichen Leistung.⁴²⁷ Nach Ansicht des Bundesgerichts⁴²⁸ bezieht sich die Haftung beim Aktienkauf jedoch nicht auf Zufälle, welche die Aktiven des Unternehmens betreffen, sondern nur auf die Zerstörung der Aktien selbst.

Bei Bestehen auf Realerfüllung wird der Käufer statt nach Art. 107 ff. OR eher nach Art. 184 Abs. 2 OR i.V.m. Art. 82 OR vorgehen und die Zahlung bis zur Erfüllung des Verkäufers zurückhalten. Da er dabei aber stets erfüllungsbereit bleiben bzw. die Finanzierung aufrechterhalten muss, wird sein unternehmerischer Spielraum bis zur Leistung durch den Verkäufer empfindlich eingeschränkt. Das Festhalten an der Übergabe der Aktien erweist sich daher insbesondere in Fällen, in denen die Erfüllung über eine längere Zeitspanne hinausgezögert wird, als unattraktiv. Der Käufer wird in diesem Zusammenhang meist auf die nachfolgend dargestellten Verfahren (ii) und (iii) umschwenken, d.h. unter Aufrechterhaltung des Vertrags auf die Leistung des Verkäufers verzichten und einen Schadenersatzanspruch geltend machen, oder vom Vertrag zurücktreten.⁴²⁹

(ii) Als zweites hat der Käufer die Möglichkeit, dem Verkäufer eine Nachfrist⁴³⁰ zu setzen und bei deren unbenützten Ablauf am Vertrag festzuhalten, jedoch mittels unverzüglicher Erklärung auf die nachträgliche Leistung zu verzichten. Kann

⁴²⁵ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 396 f.

⁴²⁶ Art. 103 OR.

⁴²⁷ WEBER, BK, Komm. zu 103, N 45 f.

⁴²⁸ Vgl. BGE 107 II 422.

⁴²⁹ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 394; WATTER, Unternehmensübernahmen, N 292; M. MEYER, S. 140.

⁴³⁰ Nach Art. 108 OR ist die Ansetzung einer Nachfrist nicht erforderlich, (i) wenn aus dem Verhalten des Schuldners hervorgeht, dass sie sich als unnütz erweisen würde, (ii) wenn infolge des Schuldnerverzugs die Leistung für den Gläubiger nutzlos geworden ist, oder (iii)

der Käufer allerdings nicht beweisen, dass ihm durch den Vertragsabschluss ein Gewinn entgangen ist, empfiehlt sich ihm dieses Vorgehen nicht. Anders gestaltet sich die Lage, wenn der Kauf in der Absicht des Weiterverkaufs getätigt worden ist und der Käufer anhand einer Offerte eines Dritten darlegen kann, dass er die Aktien tatsächlich unmittelbar nach dem Kauf zu einem höheren Preis hätte weiterveräussern können.⁴³¹

(iii) Schliesslich kann der Käufer nach Ablauf der Nachfrist auch unverzüglich den Rücktritt vom Vertrag erklären und einen Schadenersatz im Umfang des negativen Vertragsinteresses verlangen. Letzteres umfasst die Differenz zwischen dem tatsächlichen Vermögensstand des Käufers nach Rückabwicklung des Vertrags und der hypothetischen Vermögenslage, die bestehen würde, wenn nie über einen Vertrag verhandelt bzw. nie ein Vertrag geschlossen worden wäre.⁴³² Dem Aktienkäufer steht insbesondere Ersatz der Kosten für die Due Diligence, die Vertragsverhandlungen und die Vorbereitung des Vollzugs zu. Weiter kann er jenen Schaden einfordern, der ihm aus der Finanzierung des Kaufpreises entstanden und der mit der Auflösung der Finanzierung verbunden ist.⁴³³ Theoretisch hätte der Käufer auch Anspruch auf den Ersatz des Opportunitätsschadens⁴³⁴. Die Geltendmachung scheidet aber oftmals am Nachweis der Kausalität.⁴³⁵

Nebst den allgemeinen Bestimmungen stehen dem Käufer auch die kaufrechtlichen Spezialvorschriften nach Art. 190 f. OR offen. Demgemäss gelten im kaufmännischen Verkehr die Regel, dass der Käufer bei einem Verzug des Verkäufers keine Nachfrist ansetzen muss, sowie die Vermutung, dass der Käufer auf die nachträgliche Leistung verzichtet und einen Schadenersatz wegen Nichterfüllung beansprucht. Allerdings taugt die Regelung für Aktienkäufe insofern wenig, als

wenn sich aus dem Vertrag die Absicht eines Fixgeschäfts ergibt. Die beiden letzten Punkte dürften beim Unternehmenskauf äusserst selten vorkommen.

⁴³¹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 56 zu § 4; SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 406; BGE 65 II 173.

⁴³² WIEGAND, BSK OR I, Komm. zu Art. 109 OR, N 8; Vgl. auch BGE 90 II 294.

⁴³³ SCHENKER, Rechtsbehelfe, S. 127.

⁴³⁴ Vgl. hierzu BGer 4C.268/2000 sowie zum Begriff die vorstehenden Ausführungen unter (iii) im Abschnitt *Nichterfüllung und Verzug des Käufers*.

⁴³⁵ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 404.

der Käufer die Aktien bzw. das Unternehmen nur selten zum Weiterverkauf erwirbt und entsprechend kein Fall des kaufmännischen Verkehrs vorliegen dürfte.⁴³⁶ Zudem erweist sich die Berechnung des Schadens nach der Differenztheorie bei Aktienkäufen als ungeeignet, da für den Käufer ein anderes Aktienpaket als Ersatzkauf wenig infrage kommen wird. Ebenso schwierig ist bei privaten Aktienkäufen die Berechnungsmethode nach Art. 191 Abs. 3 OR⁴³⁷, da bei Eins-zu-Eins-Transaktionen kaum je ein nachweisbarer Marktpreis bestehen wird.⁴³⁸

(3) Schlechterfüllung

Sachgewährleistung

Die Sachgewährleistung ist das verschuldensunabhängige Entstehen des Verkäufers für die mangelhafte Kaufsache.⁴³⁹ Art. 197 ff. OR sieht vor, dass der Verkäufer dem Käufer sowohl für die zugesicherten Eigenschaften haftet als auch dafür, dass die Kaufsache weder körperliche noch rechtliche Mängel aufweist, die ihren Wert oder ihre Tauglichkeit zum vorausgesetzten Gebrauch aufhebt oder erheblich mindert.

Massgebender Zeitpunkt für die Beurteilung, ob ein Mangel vorliegt, ist beim Aktienkauf grundsätzlich der Zeitpunkt der Vertragsunterzeichnung. Tritt ein Mangel erst nach Abschluss des Vertrags, jedoch vor dessen Vollzug ein, hat der Käufer keinen Anspruch auf Sachgewährleistung.

Voraussetzungen

Die Inanspruchnahme der Sachgewährleistung setzt voraus, dass der Kaufsache eine vereinbarte Eigenschaft fehlt. Im Fehlen der vorausgesetzten oder zugesicher-

⁴³⁶ KOLLER, BSK OR I, Komm. zu Art. 190 OR, N 7 ff.; BGE 65 II 173.

⁴³⁷ Der Schaden ist gleich der Differenz zwischen dem Vertrags- und dem Marktpreis.

⁴³⁸ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 57 zu § 4.

⁴³⁹ HUGUENIN, N 2585 zu § 28.

ten Eigenschaft ist eine negative Abweichung der Ist- von der vertraglichen Sollbeschaffenheit zu erblicken, sie wird als Sachmangel bezeichnet.⁴⁴⁰ Der Sachmangel muss bereits vor dem Zeitpunkt des Gefahrenübergangs bestanden haben und darf dem Käufer bei Vertragsschluss nicht bekannt gewesen sein.⁴⁴¹ Eine weitere Voraussetzung besteht im rechtzeitigen Erheben der Mängelrüge.⁴⁴² Der Käufer hat hierfür die Kaufsache sobald als tunlich zu prüfen und den Verkäufer über allfällige Mängel umgehend in Kenntnis zu setzen.⁴⁴³ Des Weiteren darf die Gewährleistung nicht mittels rechtsgültigen Vertrags ausgeschlossen worden sein. Sodann muss der Mangel, unter Vorbehalt anderslautender Abrede, innert der zweijährigen Verjährungsfrist eingetreten und gerügt worden sein.⁴⁴⁴ Eine Ausnahme bildet der Fall der absichtlichen Täuschung durch den Verkäufer. Bei Vorliegen einer absichtlichen Täuschung schadet die verspätete Mängelrüge dem Käufer nicht und die Verjährung tritt nicht bereits nach zwei Jahren, sondern nach zehn Jahren ein.⁴⁴⁵

Anwendung der Sachgewährleistung auf den Aktienkauf

Rechtsprechung und Teile der Lehre

Das Bundesgericht⁴⁴⁶ beschränkt die Sachgewährleistungsansprüche beim Aktienkauf auf die zu übertragenden Aktien.⁴⁴⁷ Dem Käufer stehen demnach nur Ansprüche zu, wenn die Aktie selbst mangelhaft ist.⁴⁴⁸ Ein Mangel liegt etwa dann vor,

⁴⁴⁰ VISCHER, Mangelbegriff, S. 4; HUGUENIN, N 2597 zu § 28; BGE 114 II 239, E. 5a/aa.

⁴⁴¹ Art. 200 OR.

⁴⁴² HUGUENIN, N 2619 zu § 28.

⁴⁴³ Art. 201 Abs. 1 OR.

⁴⁴⁴ Art. 210 Abs. 1 OR.

⁴⁴⁵ Art. 203 und Art. 210 Abs. 3 OR; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 64 zu § 4.

⁴⁴⁶ Vgl. BGE 107 II 419, 422; 79 II 155, 158.

⁴⁴⁷ HERZOG, Erfüllung und Nichterfüllung, S. 3.

⁴⁴⁸ S. MEYER, S. 16.

wenn das Wertpapier defekt, unecht⁴⁴⁹ oder unvollständig⁴⁵⁰ ist. Allerdings muss nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung⁴⁵¹ für die Annahme eines Sachmangels die Sachsubstanz des Wertpapiers derart beeinträchtigt sein, dass die Ausübung der Aktionärsrechte aufgehoben oder zumindest erheblich eingeschränkt ist.⁴⁵² Sachmängelansprüche ergeben sich sodann, wenn beispielsweise bei Vorzugsaktien die Mitgliedschaftsrechte⁴⁵³ nicht in der vereinbarten Form vorliegen. Solche Mängel finden sich in der Praxis allerdings selten.⁴⁵⁴

Das hinter der Aktie stehende Unternehmen ist nur Gegenstand der Sachgewährleistung, falls der Verkäufer dem Käufer diesbezüglich ausdrücklich bestimmte Eigenschaften zugesichert hat.⁴⁵⁵ Dies können beispielsweise ein im Aktienkaufvertrag vorgesehener Mindestertrag, Verschuldungsgrad oder ein bestimmtes Eigenkapital sein.⁴⁵⁶

Das Bundesgericht begründet die fehlende Haftung für die Eigenschaften des Unternehmens mit der Tatsache, dass die Beschaffenheit der Unternehmensaktiven keine Eigenschaft der Aktie bzw. der daraus fliessenden Mitgliedschafts- und Vermögensrechte ist.⁴⁵⁷ Auch das Argument, wonach sich ein Unternehmensmangel negativ auf den Aktienwert auswirken könne, erachtet das Bundesgericht als unerheblich. Anders als beim gewöhnlichen Sachkauf greife beim Aktienkauf die

⁴⁴⁹ Die Lieferung gefälschter Wertpapiere stellt nach BGE 26 II 361 die Lieferung eines *aliud* dar, weshalb die Rechtsfolgen der Art. 97 ff. OR (insbesondere der Art. 102 ff. OR) anwendbar sind. WATTER, Unternehmensübernahmen, N 302.

⁴⁵⁰ Diskutiert wird, ob beim Verkauf nicht bestehender Anteile die Art. 197 ff. OR anwendbar sind oder ob ein allgemeiner Fall der Nichterfüllung vorliegt. HAUCK, S. 512.

⁴⁵¹ Vgl. BGE 79 II 155, 158.

⁴⁵² HAUCK, S. 499.

⁴⁵³ Nach der Rechtsprechung in BGE 107 II 419, 422 haftet der Verkäufer für den Bestand und den Umfang der Anteilsrechte. HAUCK, S. 498; Der Bestand der Aktie ist in Anlehnung an den Bestand der Forderung beim Forderungskauf weit auszulegen. ERNST, S. 95 f.

⁴⁵⁴ WATTER, Unternehmensübernahmen, N 296.

⁴⁵⁵ Vgl. BGE 107 II 419, 422; 81 II 213, 220; ISLER, S. 5.

⁴⁵⁶ HERZOG, Erfüllung und Nichterfüllung, S. 3; LUGINBÜHL, S. 211 (FN 5).

⁴⁵⁷ BGE 79 II 155, 158 f.; 107 II 419, 422; Cour de Justice Genf SemJud 1941, 301, 303; Cour de Justice Genf SemJud 1971, 609 f.

gesetzliche Haftung des Verkäufers für den vorausgesetzten wirtschaftlichen Wert des Kaufgegenstands nicht.⁴⁵⁸

Ein Teil der Lehre⁴⁵⁹, welcher die Anwendbarkeit der Sachgewährleistungsrechte auf das Unternehmen ebenso ablehnt, kritisiert gar die Möglichkeit der Zusicherung von Unternehmenseigenschaften nach Art. 197 Abs. 1 OR. Sie ist der Auffassung, dass sich die zugesicherten Eigenschaften auf den rechtlichen Kaufgegenstand beziehen müssten, was bei Zusicherungen in Bezug auf das hinter dem Anteilsrecht stehende Unternehmen aber gerade nicht der Fall sei. Die entsprechenden Angaben seien daher eher als selbständige Garantieerklärung aufzufassen, auf welche die Sachgewähr keine Anwendung findet.⁴⁶⁰

Lehre

Im Vergleich zum Bundesgericht nimmt die h. L.⁴⁶¹ eine weniger formale Perspektive ein. Sie lässt bei Aktienkäufen die Geltendmachung von Gewährleistungsansprüchen hinsichtlich der Mängel am Unternehmen auch ohne besondere Eigenschaftszusicherungen zu. Dies geschieht jedoch mit unterschiedlichen Argumenten. Die am häufigsten vorgebrachte Begründung lautet, dass der Parteiwille⁴⁶² bei einer Veräusserung sämtlicher Aktien auf die Übertragung des hinter den Anteilen stehenden Unternehmens gerichtet sei.⁴⁶³ Nach TSCHÄNI/DIEM/WOLF⁴⁶⁴ ist auf das Element der Kontrolle bzw. die Leitungsmacht abzustellen. Demnach seien die Sachgewährleistungsbestimmungen dann auf das Unternehmen anwendbar, wenn eine Aktienmehrheit verkauft werde, welche die Kontrolle

⁴⁵⁸ BGE 79 II 155, 159; HAUCK, S. 500.

⁴⁵⁹ Vgl. KELLER/SIEHR, S. 128 f.

⁴⁶⁰ HAUCK, S. 502.

⁴⁶¹ Vgl. statt vieler BÖCKLI, Gewährleistungen, S. 62; VISCHER, Rechtsgewährleistung, S. 233; WATTER/WIESER, S. 152; ISLER, S. 5.

⁴⁶² Art. 18 OR.

⁴⁶³ SCHENKER, Risikoallokation, S. 239, 251 f.; LUGINBÜHL, S. 68 ff.

⁴⁶⁴ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 71 zu § 4.

über das Unternehmen ermögliche. Andere Autoren⁴⁶⁵ treten für eine wirtschaftliche Interpretationsweise ein, die dazu zwingt, die für den Betriebskauf geltenden Haftungsgrundsätze auch für den Aktienkauf anzuwenden. Die Argumentation beruht auf der Theorie der doppelten Natur⁴⁶⁶ des Aktienkaufs. Bisher schien das Propagieren einer wirtschaftlichen Interpretationsweise jedoch wenig geeignet, um die bundesgerichtliche Rechtsprechung zu beeinflussen.⁴⁶⁷ Das Bundesgericht hat sich in Bezug auf wirtschaftliche Lösungsansätze bislang eher zurückhaltend gezeigt. Vereinzelt⁴⁶⁸ wird die Anwendbarkeit der Sachgewähr auf die Mängel am Unternehmen mit einem beim Aktienkauf vorzunehmenden Haftungsdurchgriff auf den Verkäufer begründet. Das Durchgriffsprinzip basiert auf dem Grundsatz von Treu und Glauben und sieht den Grund für den Durchgriff sowohl in der wirtschaftlichen Eigenart des Kaufs (nahezu) sämtlicher Aktien als auch im Sinn und Zweck der Gewährleistungsbestimmungen des Kaufrechts.⁴⁶⁹

WATTER⁴⁷⁰ weist darauf hin, dass sich erhebliche Unternehmensmängel unmittelbar auf den Aktienwert auswirken können.⁴⁷¹ Dem ist nach BALDI jedoch entgegenzuhalten, dass der wirtschaftliche Wert einer Aktie keine Eigenschaft im Sinne des Gewährleistungsrechts sein kann.⁴⁷² Dem Gesagten ist insofern zuzustimmen, als nach Art. 197 Abs. 1 OR eine Werteinbusse nur eine Folge des Mangels sein kann. Das wertmässige Abweichen der Kaufsache vom Vertragsinhalt ist deshalb nicht als Mangel zu sehen.

Jenen Personen, die sich professionell mit Unternehmenskäufen auseinandersetzen, sollte die betreffende bundesgerichtliche Praxis zwischenzeitlich bekannt sein. Deshalb ist nach SCHENKER davon auszugehen, dass ein Käufer, der trotz

⁴⁶⁵ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 59; WATTER, Unternehmensübernahmen, N 325.

⁴⁶⁶ Vgl. hierzu Kap. I.C.3.1.

⁴⁶⁷ LUGINBÜHL, S. 177.

⁴⁶⁸ GIGER, Komm. zu Art. 197 OR, N 88; BUCHER, OR BT, S. 61; BALDI, S. 139 ff., 144.

⁴⁶⁹ BALDI, S. 147.

⁴⁷⁰ WATTER, Unternehmensübernahmen, N 325.

⁴⁷¹ HAUCK, S. 507 f.

⁴⁷² BALDI, S. 146.

juristischer Beratung keine ausdrücklichen Zusicherungen vorsieht, einen bewussten Verzicht auf die Sachgewährleistungsansprüche ausübt und die diesbezüglichen Risiken in den Kaufpreis einkalkuliert hat.⁴⁷³

Zum Sachmangel des Unternehmens im Besonderen

Im Zusammenhang mit den Sachgewährleistungsansprüchen stellt sich die Frage, wann ein Unternehmen als solches überhaupt mangelhaft ist (sog. echter Unternehmensmangel). Während dies für die vertraglich bedungenen Eigenschaften vergleichsweise einfach zu beantworten ist, erweist sich die Frage nach den gewöhnlich vorausgesetzten Eigenschaften eines Unternehmens als deutlich komplexer,⁴⁷⁴ da bei einem Unternehmen die Sollbeschaffenheit nicht anhand eines allgemeingültigen Qualitätsstandards definiert werden kann, sondern individuell bestimmt werden muss.⁴⁷⁵

WATTER definiert den Unternehmensmangel als ein qualitatives Abweichen des Unternehmens vom Vertragsinhalt. Ist mangels vertraglicher Zusicherungen kein subjektiver Fehlerbegriff möglich, bedeutet ein Mangel für ihn das Fehlen objektiv voraussetzbarer Eigenschaften, wodurch der Gebrauch des Unternehmens behindert oder dessen Wert gemindert wird. Er unterscheidet vier Arten von Mängeln: (i) isolierte Mängel an Sachen und Rechten, welche sich jedoch nicht auf die Funktionsfähigkeit des Unternehmens auswirken, (ii) Mängel an einzelnen Vermögenswerten, welche den Betrieb des Unternehmens beeinträchtigen, (iii) direkte Mängel des Unternehmens, welche beispielsweise die Organisation des Unternehmens als Ganzes betreffen, und (iv) Mängel, die nicht so sehr den Wert, als vielmehr die Gebrauchstauglichkeit des Unternehmens tangieren.⁴⁷⁶ Auch nach PUCK ist auf die Gebrauchstauglichkeit des Unternehmens abzustellen.⁴⁷⁷ Demnach hat ein Verkäufer für jene Eigenschaften des Unternehmensvermögens Gewähr zu leisten, die

⁴⁷³ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 428.

⁴⁷⁴ OBERLECHNER, S. 628 ff.

⁴⁷⁵ BELDI, S. 9.

⁴⁷⁶ LUGINBÜHL, S. 128 f.; WATTER, Unternehmensübernahmen, N 304 ff.

⁴⁷⁷ PUCK, S. 30.

den verkehrsüblichen Gebrauch des Unternehmens ermöglichen.⁴⁷⁸ Fraglich ist jedoch, was bei einem Unternehmen unter den verkehrsüblichen Gebrauch fällt. Gemäss BÖCKLI darf der Käufer voraussetzen,

*"[...] dass das Unternehmen in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht in durchschnittlich gutem Zustand ist und den Anforderungen einer ordnungsmässigen Betriebsführung entspricht, und dass erheblich wertmindernde oder den Unternehmensbetrieb erheblich behindernde Mängel nicht vorhanden sind."*⁴⁷⁹

In Anbetracht der zahlreichen zwingenden Vorschriften, die für eine ordnungsmässige Betriebsführung eingehalten werden müssen, ist der weiten Begriffsbestimmung von BÖCKLI zuzustimmen. Des Weiteren ist aufgrund der konkreten Umstände des Einzelfalls abzuklären, was der Käufer als vernünftiger Geschäftspartner erwarten durfte.⁴⁸⁰

Zum Haftungsausschluss bei Kenntnis des Mangels im Besonderen

Nach Art. 200 Abs. 2 OR haftet der Verkäufer nicht für Mängel, die der Käufer zur Zeit des Kaufes gekannt hat. Hinsichtlich der Mängel, die der Käufer bei Anwendung gewöhnlicher Aufmerksamkeit hätte kennen sollen, haftet der Verkäufer nur, wenn er deren Nichtvorhandensein zugesichert hat.

Die Bestimmung ist für den Unternehmenskauf deshalb von wesentlicher Bedeutung, weil die Transaktion in der Regel mit einer vorgängigen Due Diligence Prüfung verbunden ist, in welcher sich der Käufer einen Überblick über die Eigenschaften des Unternehmens verschaffen kann.

Es stellt sich die Frage, ob die Due Diligence bei Aktienkäufen als Prüfungsobligenheit anzusehen ist und der Käufer die gewöhnliche Aufmerksamkeit verletzt, wenn er keine solche durchführt. Folgt man der bundesgerichtlichen Rechtsprechung und seiner engen Auslegung des Kaufgegenstands, entfällt beim Aktienkauf

⁴⁷⁸ HASENAUER, S. 717.

⁴⁷⁹ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 66.

⁴⁸⁰ SCHENKER, Risikoallokation, S. 248 f.

die Prüfungsobliegenheit des Käufers in Bezug auf das Unternehmen.⁴⁸¹ Zumal die Regelung in Art. 200 Abs. 2 OR ohnehin nicht für den Rechtskauf gilt. In der h. L.⁴⁸² wird hingegen davon ausgegangen, dass sich das Prüfungserfordernis beim Aktienkauf nicht nur auf die Anteilsrechte, sondern auf alle vorausgesetzten, aber nicht zugesicherten Eigenschaften des Unternehmens erstreckt. Anders einzig SCHENKER, der die Meinung vertritt, dass es Sache des Verkäufers ist, den Käufer auf die betreffenden Mängel aufmerksam zu machen, und nicht die Aufgabe des Käufers, nach Unternehmensmängeln zu suchen.⁴⁸³

Nach der vorliegend vertretenen Ansicht gehört die Due Diligence beim Aktienkauf inzwischen zum Standard⁴⁸⁴, weshalb zumindest bei der Übertragung eines kontrollierenden Aktienpakets von einer entsprechenden käuferseitigen Prüfungsobliegenheit auszugehen ist. Entgegen einer anderslautenden Vereinbarung kann der Verkäufer dem Käufer im Gewährleistungsfall folglich alles vorhalten, was dieser im Rahmen der Due Diligence in Erfahrung gebracht hat oder bei Anwendung gewöhnlicher Aufmerksamkeit hätte zur Kenntnis nehmen sollen.⁴⁸⁵ Dem Due Diligence-Bericht kommt im Falle eines späteren Gewährleistungsprozesses daher eine wichtige Beweisfunktion zu.⁴⁸⁶

Aufgrund der dispositiven Natur von Art. 200 OR stellt die Bestimmung einen viel diskutierten Vertragspunkt dar. Verhandelt wird etwa, inwieweit die rechtliche Wirkung einer verkäuferseitigen Zusicherung geht, wenn der Käufer im Rahmen der Unternehmensprüfung Kenntnis eines diesbezüglichen Mangels erlangt hat. Wird die Zusicherung gerade aufgrund des Entdeckens des Mangels bei der Due

⁴⁸¹ BGE 107 II 422; BELDI, S. 10, 12 f.

⁴⁸² Vgl. HÖHN, S. 11; HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 347; BELDI, S. 12; WATTER, Unternehmensübernahmen, N 316 ff.; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 62; Vgl. auch KNÖFLER, S. 78 ff., welche die Durchführung einer Due Diligence als Verkehrssitte erachtet.

⁴⁸³ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 432.

⁴⁸⁴ Vgl. hierzu auch MEIER, S. 44.

⁴⁸⁵ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 84 zu § 4.

⁴⁸⁶ ISLER, S. 20.

Diligence in den Kaufvertrag aufgenommen, sollte diesbezüglich die Anwendung von Art. 200 ausgeschlossen werden.⁴⁸⁷

Zur Prüfungs- und Rügeobliegenheit im Besonderen

Nach Art. 201 Abs. 1 OR setzt die rechtswirksame Geltendmachung eines Sachgewährleistungsanspruchs voraus, dass der Käufer den Kaufgegenstand sobald als nach dem üblichen Geschäftsgang tunlich prüft und allfällige Mängel, für die der Verkäufer einzustehen hat, umgehend rügt. Versäumt der Käufer diese Vorkehren, gilt die Kaufsache als genehmigt, es sei denn, der Mangel war bei übungsgemässer Untersuchung nicht erkennbar.⁴⁸⁸ Versteckte Mängel⁴⁸⁹, die erst später zum Vorschein kommen, sind sofort nach deren Entdecken zu rügen, andernfalls ist die Kaufsache trotz der versteckten Mängel genehmigt.⁴⁹⁰ Als sofort angezeigt gilt ein Mangel dann, wenn er dem Verkäufer innert einer Frist von zwei bis drei Tagen zur Kenntnis gebracht wird. Diese Anzeigefrist gilt auch für den Unternehmenskauf.⁴⁹¹

Die gesetzestreue Erfüllung der Prüfungsobliegenheit kann mit Schwierigkeiten verbunden sein, da sich das Bundesgericht zum Umfang einer übungsgemässen Untersuchung beim Unternehmenskauf bisher nicht geäußert hat. Es ist jedoch davon auszugehen, dass der Käufer die wichtigsten Geschäftsvorfälle und Aktiven des Unternehmens kennen sollte, da diese für die Weiterführung des Betriebs essentiell sind. Eine eigentliche *post acquisition* Prüfung wird jedoch als zu weitgehend empfunden, weil sie den Rahmen der üblichen Prüfung sprengen würde. Grundsätzlich nimmt der Käufer erst mit der nächsten Jahresendrevision eine tiefgreifende Prüfung vor. Bis dahin sollte er sich auf die vorhandenen Abschlüsse und deren Richtigkeit verlassen dürfen.⁴⁹² Kritisch anzumerken bleibt, dass es in

⁴⁸⁷ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 85 zu § 4.

⁴⁸⁸ Art. 201 Abs. 2 OR.

⁴⁸⁹ Ein Beispiel versteckter Mängel beim Unternehmenskauf sind Verletzungen von Umweltvorschriften wie mangelhafte Abwasserrohre oder unter der Erdoberfläche befindliche Lagerungen von Schadstoffen, die erst nach einer gewissen Zeit entdeckt werden. WEGMANN, S. 99.

⁴⁹⁰ Art. 201 Abs. 3 OR; HERZOG, Erfüllung und Nichterfüllung, S. 5.

⁴⁹¹ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 74; BGE 107 II 175; 101 II 84.

⁴⁹² SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 429; ISLER, S. 16.

der Praxis wenig sinnvoll erscheint, das Unternehmen direkt nach dem Vollzug untersuchen zu müssen, wurde es in der Regel doch bereits anhand der Due Diligence kurz zuvor durchleuchtet.

Fehlt eine vertragliche Abrede in Bezug auf die Prüfungsfrist, schlägt BÖCKLI eine zeitgemässe Auslegung von Art. 201 OR vor. Demnach soll sich die Prüfungsfrist im Minimum über einen Monatsabschluss und die für dessen Aufstellung benötigte Zeitspanne erstrecken, damit sich der Käufer mit den Ist-Zahlen des Unternehmens vertraut machen kann. Sodann ist der Mangel immer dann, wenn er nicht geradezu als augenscheinlich erscheint, als versteckt zu qualifizieren.⁴⁹³

Zur Verjährung im Besonderen

Gewährleistungsansprüche wegen Sachmängeln verjähren nach Ablauf von zwei Jahren nach Ablieferung der Kaufsache an den Käufer.⁴⁹⁴ Rechtzeitig gerügte und geltend gemachte Mängel entziehen sich jedoch der zweijährigen Frist. Die Verjährung tritt selbst dann ein, wenn der Käufer die Mängel erst später⁴⁹⁵ entdeckt, sie gilt jedoch nicht, wenn dem Verkäufer eine absichtliche Täuschung⁴⁹⁶ nachgewiesen werden kann. Die Verjährung kann gehemmt⁴⁹⁷ oder unterbrochen⁴⁹⁸ werden. Anerkennt der Verkäufer die Gewährleistung für den betreffenden Mangel, bewirkt dies die konkludente Unterbrechung der Verjährung.

Eine Verjährungsfrist von zwei Jahren sollte bei Unternehmenskäufen grundsätzlich ausreichen, um die Mehrheit der Mängel aufzudecken, da sie es erlaubt, min-

⁴⁹³ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 71.

⁴⁹⁴ Art. 210 OR.

⁴⁹⁵ Art. 210 Abs. 1 OR.

⁴⁹⁶ Art. 28 OR.

⁴⁹⁷ Art. 134 OR.

⁴⁹⁸ Art. 135 ff. OR.

destens einen Jahresabschluss oder je nach Datum der Vertragsunterzeichnung sogar zwei Jahresabschlüsse durchzuführen.⁴⁹⁹ Die gesetzliche Verjährungsfrist erscheint jedoch hinsichtlich der Mängel, die eine längere Latenzfrist⁵⁰⁰ haben, als zu kurz.⁵⁰¹

Schliesslich ist es dem Verkäufer möglich, dem Käufer eine länger dauernde Haftung als die gesetzlich vorgesehene zu gewähren und ihn damit vertraglich besserzustellen.⁵⁰² Die Verjährungsfristen von Aktienkaufverträgen sollten jedoch nicht zu lange sein. ISLER⁵⁰³ empfiehlt eine Frist von ca. 18–24 Monaten. Diese Empfehlung deckt sich jedoch seit der Revision von Art. 210 OR⁵⁰⁴ ohnehin mit der geltenden gesetzlichen Bestimmung.

Ansprüche aus Sachgewährleistung

Sind die oben genannten Voraussetzungen kumulativ erfüllt, stehen dem Aktienkäufer zumindest aus Sicht der Lehre die nachfolgenden Sachgewährleistungsansprüche zu.

Wandelung

Nach Art. 205 Abs. 1 OR hat der Käufer im Gewährleistungsfall das Recht, den Kauf rückgängig zu machen und somit die Wandelung zu verlangen. Ausserdem kann er Ersatz für den weiteren Schaden verlangen, sofern es dem Verkäufer nicht gelingt darzulegen, dass ihm keinerlei Verschulden zur Last falle.⁵⁰⁵

Betrachtet man jedoch nicht nur die Aktien, sondern auch das Unternehmen als Kaufgegenstand, liegt meist ein Anwendungsfall von Art. 207 Abs. 3 OR vor.

⁴⁹⁹ Vgl. BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 74.

⁵⁰⁰ Vgl. Kap. II.B.7. betreffend die Umweltrisiken.

⁵⁰¹ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 432 f.

⁵⁰² HERZOG, Erfüllung und Nichterfüllung, S. 5.

⁵⁰³ ISLER, S. 30.

⁵⁰⁴ Nach der Revision von Art. 210 Abs. 1 OR im Jahr 2013 verjähren Gewährleistungsansprüche wegen Sachmängeln nicht mehr bereits mit Ablauf eines Jahres.

⁵⁰⁵ Art. 208 Abs. 3 OR.

Demnach kann der Käufer keine Wandelung, sondern nur den Ersatz des Minderwerts verlangen, wenn die Sache infolge seines Verschuldens untergegangen, weiterveräussert oder umgestaltet worden ist. Letzteres wird nach Vollzug des Aktienkaufvertrags der Fall sein, weil der Käufer das Unternehmen nach seinen strategischen Vorstellungen umstrukturiert und weitergeführt oder in ein weiteres Unternehmen integriert hat.⁵⁰⁶ Ein Unternehmen, das nach einer vollzogenen Umstrukturierung in die Verfügungsmacht des Verkäufers zurückgelangt, dürfte mit der ursprünglichen Kaufsache demnach nicht mehr identisch sein.⁵⁰⁷

Weiter steht es dem Richter nach Art. 205 Abs. 2 OR zu, bloss auf Minderung zu erkennen, wenn die Rückabwicklung des Kaufvertrags mit unüberwindbaren Problemen behaftet ist. Angesichts der Komplexität von Aktienkäufen dürfte dies der Regelfall sein. Hinzu kommt, dass ein zuvor über den freien Markt gehandeltes und nun wieder zum Verkauf stehendes Unternehmen stets mit einem Makel behaftet ist und als "verbrannt" gilt. Die Wandelung käme damit einer Wertvernichtung gleich.⁵⁰⁸

Die Wandelung wird bei Aktienkaufverträgen aus den oben genannten Gründen regelmässig wegbedungen. Die Rechtsbehelfe werden auf die Minderung und/oder den Schadenersatz beschränkt, was infolge der dispositiven Natur der Sachgewährleistungsbestimmungen zulässig ist.⁵⁰⁹ Denkbar wäre es aber, einen Wandlungsanspruch bei Vorliegen qualifizierter Gewährleistungsverletzungen zuzulassen, d.h. bei Mängeln, die so gravierend sind, dass das angestrebte Ziel, das mit dem Kauf verbunden war, wegen des Mangels nicht mehr erreicht werden kann. Ebenso liesse sich die Wandelung auf Situationen begrenzen, in denen ein Minderungsanspruch eine vertraglich statuierte Grenze⁵¹⁰ überschreitet.⁵¹¹

⁵⁰⁶ VISCHER, Sachgewährleistung, S. 362; WATTER/WIESER, S. 157.

⁵⁰⁷ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 8.

⁵⁰⁸ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 81.

⁵⁰⁹ VISCHER, Sachgewährleistung, S. 361 f.

⁵¹⁰ Vgl. hierzu Kap. II.D.3.3.

⁵¹¹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 33 zu § 4; VISCHER, Sachgewährleistung, S. 361 (FN 58); WATTER, Unternehmensübernahmen, N 175.

Minderung

Im Gewährleistungsfall ist der Käufer nach Art. 205 Abs. 1 OR berechtigt, den Ersatz des Minderwerts der Kaufsache zu verlangen. Der Minderungsanspruch setzt ebenso wie der Anspruch auf Wandelung kein Verschulden des Verkäufers voraus.

Nimmt man beim leistungsgestörten Aktienkauf eine wirtschaftliche Sichtweise ein und betrachtet wiederum das Unternehmen als eigentlichen Kaufgegenstand, erweist sich eine Preisminderung als naheliegend. Sie ist entsprechend dem Zweck des Rechtsbehelfs, der Wiederherstellung der vertraglich festgelegten Leistungsäquivalenz, zu interpretieren.⁵¹² Demnach wird der Mangel nach der gewählten Wertbestimmungsmethode gewichtet bzw. der Kaufpreis nach der sog. relativen Methode herabgesetzt.⁵¹³ Bei der relativen Methode wird der Kaufpreis um den Prozentsatz reduziert, welcher der Differenz zwischen dem objektiven Wert des Kaufgegenstands mit und ohne Mangel entspricht.⁵¹⁴ Nach BÖCKLI ist jedoch unter Einbezug des hypothetischen Parteiwillens zu untersuchen, wie der Kaufpreis bei Kenntnis des Mangels bestimmt worden wäre (sog. subjektive Differenzanalyse). Es wird also ermittelt, um welchen Betrag der Käufer die Aktien erworben hat. Damit handelt es sich um eine Einzelfallbetrachtung des von den Parteien festgelegten Äquivalenzgefüges und nicht um eine objektive Feststellungsmethode.⁵¹⁵

Was im Minderungsrecht fehlt, ist die Möglichkeit, den Minderungsanspruch mit einem konkreten Mehrwert des Unternehmens, der möglicherweise liquid nachgewiesen werden kann, zu verrechnen. Dem Verkäufer steht es folglich nicht zu, Verrechnungsansprüche geltend zu machen.⁵¹⁶

⁵¹² BGE 81 II 210.

⁵¹³ Vgl. auch BGE 111 II 162.

⁵¹⁴ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 435; WATTER, Unternehmensübernahmen, N 391.

⁵¹⁵ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 81 f.

⁵¹⁶ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 85 f.

Schadenersatz

Erleidet der Käufer aufgrund des Sachmangels nebst dem Minderwert der Kaufsache einen zusätzlichen Schaden, hat er die Möglichkeit, diesen Mangelfolgeschaden zusätzlich zu den oben dargestellten Ansprüchen geltend zu machen.

Wird der Kauf im Rahmen einer Wandelung rückgängig gemacht, kann der Käufer nach Art. 208 Abs. 2 OR vom Verkäufer den durch den Mangel unmittelbar verursachten Schaden einfordern. Für den weiteren Mangelfolgeschaden im Zusammenhang mit der Wandelung und sämtliche Mangelfolgeschäden im Rahmen der Minderung kann der Verkäufer einen Schadenersatzanspruch nach Art. 208 Abs. 3 OR jedoch abwenden, wenn er beweist, dass ihm keinerlei Verschulden angelastet werden kann. War der Mangel dem Verkäufer oder einer seiner Hilfspersonen bei Vertragsunterzeichnung bekannt oder hätte er ihn zu diesem Zeitpunkt bei gewöhnlicher Aufmerksamkeit kennen sollen, ist ein Verschulden gegeben.⁵¹⁷

Als Richtwert für die gewöhnliche Aufmerksamkeit gelten die Informationen, welche dem Verkäufer hinsichtlich der Geschäftsführung des Unternehmens bekannt sind. Hat der Verkäufer als Aktionär allerdings nur Zugang zu Informationen, die ihm im Rahmen seiner Aktionärsstellung zukommen, ist auf diese abzustützen. Übt der Verkäufer die Geschäftsführung jedoch selbst aus, sind jene Informationen als Massstab heranzuziehen, die ihm durch das im Unternehmen vorhandene Management-Informationssystem zufallen bzw. zufallen müssten.⁵¹⁸

Der Anspruch des Käufers in Bezug auf den Mangelfolgeschaden umfasst den Teil des positiven Vertragsinteresses, der den Minderungsanspruch bzw. bei der Wandelung die Rückzahlung des Kaufpreises übersteigt. Dazu zählen insbesondere die entgangenen Synergieeffekte und bei einer Wandelung die entgangenen zukünftigen Gewinne.⁵¹⁹

⁵¹⁷ BGE 107 II 167, E. 7; VISCHER, Gewährleistungsrecht, S. 132 ff.; BLUM, Due Diligence, S. 235; SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 439.

⁵¹⁸ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 438 f.

⁵¹⁹ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 439 f.

Nachbesserung

Unter Nachbesserung ist der käuferseitige Anspruch zu verstehen, vom Verkäufer die unentgeltliche Verbesserung der Kaufsache zu verlangen. Es wird ein Tun, keine Geldzahlung gefordert.⁵²⁰

Im Vergleich zum Werkvertragsrecht⁵²¹ sehen die Sachgewährleistungsbestimmungen des Kaufrechts kein Nachbesserungsrecht des Käufers vor. Die Lehre⁵²² und Rechtsprechung⁵²³ schliessen sich dem an, so dass dem Käufer nach der Lieferung eines mangelhaften Kaufgegenstands kein Anspruch auf Realerfüllung mehr zusteht.⁵²⁴

Erfüllungsanspruch aus Art. 97 OR

Die Rechtsbehelfe aus Sachgewährleistung nach Art. 197 ff. OR und wegen nicht gehöriger Erfüllung nach Art. 97 OR sind konkurrierend anwendbar.⁵²⁵ Der Käufer hat jedoch auch beim Erfüllungsanspruch nach Art. 97 OR seiner Rügeobliegenheit⁵²⁶ nachzukommen und die zweijährige Verjährungsfrist⁵²⁷ einzuhalten.

Der Schadenersatzanspruch wird am Erfüllungsinteresse des Käufers gemessen, das der Differenz zwischen dem tatsächlichen Vermögensstand und dem hypothetischen Vermögensstand bei Mängelfreiheit des Unternehmens entspricht. Erfasst werden sowohl mangelbedingte Schäden als auch Mangelfolgeschäden, die sich im Vermögen des Käufers ergeben.⁵²⁸

⁵²⁰ VISCHER, Nachbesserungsrecht, S. 1172.

⁵²¹ Art. 368 Abs. 2 OR.

⁵²² Vgl. MÜLLER-CHEN MARKUS, Folgen der Vertragsverletzung, Zürich 1999, S. 153; FURRER ROLF, Beitrag zur Lehre der Gewährleistung im Vertragsrecht, Zürich 1973, S. 74; a. A. VISCHER, Nachbesserungsrecht, S. 1172.

⁵²³ BGE 95 II 125 f.; 91 II 348.

⁵²⁴ VISCHER, Sachgewährleistung, S. 364.

⁵²⁵ Vgl. BGE 107 II 419; 108 II 104.

⁵²⁶ Art. 201 OR.

⁵²⁷ Art. 210 OR.

⁵²⁸ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 92 zu § 4.

Im Ergebnis vermag die Berufung des Käufers auf Art. 97 OR nicht zu überzeugen, da sich die Alternativität aufgrund der Beachtung von Art. 201 und Art. 210 OR gleich auswirkt wie die exklusive Geltung der kaufrechtlichen Bestimmungen.⁵²⁹ Bei Sachmängeln kommt diesem Rechtsbehelf daher keine eigenständige Bedeutung zu.

Rechtsgewährleistung

Der Verkäufer ist verpflichtet, dem Käufer unbeschwertes Eigentum an der Kaufsache zu verschaffen. Es dürfen somit keine anderweitigen dinglichen Rechte an der Kaufsache bestehen. Tritt die Eigentumsverschaffung trotz Sachübergabe nicht ein, liegt ein Rechtsmangel vor.⁵³⁰ Letzterer besteht darin, dass ein Dritter ein subjektives Recht hat, das dem Recht des Käufers vorgeht.⁵³¹ Vertragliche Ansprüche Dritter stellen indes keine Rechtsmängel dar, weil sie als Forderungsrechte relative Rechte sind und somit nur gegenüber dem Vertragspartner wirken.⁵³²

Voraussetzung für die Haftung aus Rechtsgewähr ist, dass die Übergabe an den Käufer bereits erfolgt ist, andernfalls liegt keine Schlechterfüllung, sondern eine Nichterfüllung vor.⁵³³ Weiter muss der Gegenstand dem Käufer vollständig oder teilweise entzogen worden sein, indem ein Dritter sein besseres Recht an der Sache erfolgreich geltend gemacht hat oder dies konkret zu befürchten ist (sog. Entwehrung). Sodann darf der Käufer die Gefahr der Entwehrung im Zeitpunkt der Vertragsunterzeichnung nicht gekannt haben. Unerheblich ist, ob der Käufer die Rechte des Dritten bei entsprechender Abklärung hätte erkennen können.⁵³⁴ Zu-

⁵²⁹ HEHLI, S. 135 ff.

⁵³⁰ BUCHER, OR BT, S. 88.

⁵³¹ VISCHER, Rechtsgewährleistung, S. 234.

⁵³² BUCHER, OR BT, S. 88.

⁵³³ HONSELL, OR BT, S. 82.

⁵³⁴ HUGUENIN, N 2329 ff. zu § 28.

dem muss der Rechtsmangel bereits im Zeitpunkt des Vertragsschlusses vorhanden gewesen sein. Letzteres führt dazu, dass Rechtsmängel, die zwischen Signing und Closing entstehen, nicht von der Rechtsgewährleistung erfasst werden.⁵³⁵

Im Falle einer vollständigen Entwehrung, bei welcher der Käufer den Kaufgegenstand dem besser berechtigten Dritten vollumfänglich herauszugeben hat, fällt der Kaufvertrag dahin. Der Käufer kann jedoch aufgrund der Rechtsbehelfe in Art. 195 OR auf die Rückerstattung des Kaufpreises und Schadenersatz, d.h. Ersatz der in das Kaufobjekt gemachten Investitionen und der Abwehrkosten, klagen. Ist die Kaufsache lediglich mit dinglichen Rechten eines Dritten (beispielsweise einem Pfandrecht) beschwert, liegt eine sog. teilweise Entwehrung vor. Der Käufer hat in diesem Fall nur Anspruch auf Schadenersatz, ausser es sei nach den Umständen anzunehmen, dass er bei Kenntnis des Mangels den Vertrag nicht geschlossen hätte.⁵³⁶

Bei Aktienkäufen haftet der Verkäufer dem Käufer dafür, dass nicht ein Dritter ein besseres Recht an den Aktien hat. Nach dem Gesagten liegt dann eine vollständige Entwehrung vor, wenn sich nach dem Closing herausstellt, dass die Verfügungsmacht über das Unternehmen nicht auf den Käufer übergegangen ist, weil die vereinbarte Kontrolle nicht dem Verkäufer, sondern einem Dritten zustand.⁵³⁷ Bei unverbrieften Aktien erstreckt sich der Gutgläubensschutz⁵³⁸ des Käufers jedoch nicht auf die Verfügungsmacht des Verkäufers. Deshalb ist er bei Erwerb eines unverbrieften kontrollierenden Aktienpakets ebenso wenig in seinem guten Glauben betreffend die Herrschaftsmacht über das Unternehmen geschützt, falls der Verkäufer nicht Verfügungsberechtigt war.⁵³⁹ Verfügen hingegen verbrieft Namenaktien⁵⁴⁰ über ein lückenhaftes Indossament oder weisen die übertragenen

⁵³⁵ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 59 zu § 4; BUCHER, OR BT, S. 89.

⁵³⁶ Art. 192 Abs. 3 OR; SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 419.

⁵³⁷ LUGINBÜHL, S. 194.

⁵³⁸ Vgl. Kap. I.D.2.5.

⁵³⁹ LUGINBÜHL, S. 194 (FN 121).

⁵⁴⁰ Da der Erwerber bei der Übertragung verbrieftter Inhaberaktien in seinem guten Glauben, der Drittrechte weitgehend ausschliesst, geschützt ist, stellt sich die Frage der Rechtsgewährleistung nicht. WATTER, Unternehmensübernahmen, N 298; M. MEYER, S. 162.

Aktien Pfandrechte Dritter auf, kann der Käufer einen Rechtsgewährleistungsanspruch geltend machen.⁵⁴¹

Anders gestaltet sich die Rechtslage, wenn Drittrechte an den Vermögenswerten des Unternehmens bestehen. Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung ist in diesem Fall nur das sachliche Substrat des Unternehmens, nicht aber die veräusserte Aktie rechtsmangelbehaftet.⁵⁴² Dem Käufer bleibt demnach nur, eine vorgängige Zusicherung bezüglich der Eigentumsverhältnisse und Nutzungsrechte am Unternehmensvermögen einzuholen und die Offenlegung allfälliger Drittrechte zu verlangen.⁵⁴³

Wurden die Rechtsmängel bereits im Rahmen der Due Diligence aufgedeckt, genügt es nach BELDI jedoch nicht, sich ihr Nichtvorhandensein lediglich zusichern zu lassen. Vielmehr bedarf es im Einklang mit Art. 192 Abs. 2 OR einer ausdrücklichen Verpflichtung des Verkäufers, die Mängel zu übernehmen.⁵⁴⁴ Kennt der Verkäufer den Rechtsmangel, d.h. das Risiko der Entwehrung, und verschweigt er diesen absichtlich, ist eine Aufhebung oder Beschränkung der Rechtsgewährleistung ungültig.⁵⁴⁵

Willensmängel

Verhältnis zur Sachgewährleistung

Die Berufung auf einen Willensmangel beim Speziesskauf⁵⁴⁶ steht nach Lehre⁵⁴⁷ und bundesgerichtlicher Rechtsprechung⁵⁴⁸ in Konkurrenz zur kaufrechtlichen

⁵⁴¹ VISCHER, Rechtsgewährleistung, S. 238.

⁵⁴² HAUCK, S. 501.

⁵⁴³ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 63 zu § 4.

⁵⁴⁴ BELDI, S. 14.

⁵⁴⁵ Art. 192 Abs. 3 OR; BUCHER, OR BT, S. 85.

⁵⁴⁶ Ein Speziesskauf liegt vor, wenn eine einzige, individuell bestimmte Sache geschuldet ist.

⁵⁴⁷ Vgl. statt vieler HIGI, Komm. zu Art. 197 OR, N 322 ff.

⁵⁴⁸ Vgl. BGE 88 II 412; 84 II 517; 83 II 21; 79 II 160.

Sachgewährleistung. Als Willensmängel gelten der wesentliche Irrtum⁵⁴⁹, die absichtliche Täuschung⁵⁵⁰ und die begründete Furchterregung oder Drohung⁵⁵¹. Das Bundesgericht begründet die Alternativität mit dem Wesensunterschied und dem unterschiedlichen Rechtsgrund der beiden Rechtsbehelfe.⁵⁵²

Die Position des Käufers wird dadurch insofern gestärkt, als er mit der Irrtumsanfechtung Umstände geltend machen kann, die sich zwar auch⁵⁵³, aber nicht nur⁵⁵⁴ auf den Kaufgegenstand beziehen müssen.⁵⁵⁵ Damit kommt der Irrtumsanfechtung als alternativem Rechtsbehelf hohe praktische Bedeutung zu.⁵⁵⁶ Hinsichtlich des Aktienkaufs bedeutet dies, dass sich der käuferseitige Irrtum nicht auf die Aktien als unmittelbarem Kaufgegenstand beziehen muss.⁵⁵⁷ Vielmehr ist der Käufer auch bei einem Irrtum über die wertbildenden Eigenschaften des Unternehmens berechtigt, den Aktienkauf anzufechten.⁵⁵⁸ Das Bundesgericht hat dies in einem weiteren Anlassfall⁵⁵⁹ zur Täuschung bestätigt.⁵⁶⁰ Es korrigiert damit die von der Lehre als unzeitgemäss und sachwidrig empfundene, aber bislang nicht aufgegebenene Rechtsprechung zur Sachgewähr beim Aktienkauf.⁵⁶¹

⁵⁴⁹ Art. 23 ff. OR.

⁵⁵⁰ Art. 28 OR.

⁵⁵¹ Art. 29 f. OR.

⁵⁵² HEHLI, S. 21 f.

⁵⁵³ BGE 114 II 131, 139.

⁵⁵⁴ BGE 79 II 155, 164.

⁵⁵⁵ HAUCK, S. 502.

⁵⁵⁶ HEHLI, S. 5, 7.

⁵⁵⁷ BGE 79 II 155, 164.

⁵⁵⁸ BGE 79 II 155, 162.

⁵⁵⁹ BGE 81 II 213.

⁵⁶⁰ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 94 zu § 4.

⁵⁶¹ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 77.

Die Irrtumsanfechtung ist für den Käufer aber auch aus zeitlichen⁵⁶² Gründen prüfenswert.⁵⁶³ Der Rechtsbehelf gelangt selbst in jenen Fällen zur Anwendung, in denen die Sachgewährleistung wegen verspäteter Mängelrüge⁵⁶⁴ verwirkt oder die zweijährige Verjährungsfrist⁵⁶⁵ wegen nicht fristgerecht eingereichter Klage abgelaufen ist.⁵⁶⁶ Anders als bei der Sachgewährleistung nach Art. 197 ff. OR oder dem Erfüllungsanspruch nach Art. 97 OR geht das Bundesgericht davon aus, dass der Käufer nicht die Erfüllung, sondern den Abschluss des Vertrags anfechten will, weshalb die Sachgewährleistungsmodalitäten entfallen.⁵⁶⁷

Die Irrtumsanfechtung kann weiter bedeutsam sein, wenn die Parteien die gesetzliche Gewährleistung ausgeschlossen haben.⁵⁶⁸ Allerdings erstreckt sich der vertragliche Ausschluss oder die inhaltliche Beschränkung des Sachgewährleistungsanspruchs auch auf die Irrtumsanfechtung, falls der Willensmangel auf einem Sachmangel beruht, für den ein Gewährleistungsausschluss vereinbart worden ist, und der Ausschluss nach Art. 199 OR zulässig war.⁵⁶⁹

Da das Bundesgericht⁵⁷⁰ davon ausgeht, dass ein Käufer, der Sachgewährleistungsansprüche stellt, den Vertrag genehmigen will, ist bei der Berufung auf einen Willensmangel zunächst allein dieser geltend zu machen. Die Sachgewährleis-

⁵⁶² Bei der Berufung auf einen Grundlagenirrtum muss die irrende Partei der Gegenpartei die Anfechtung des Vertrags innert Jahresfrist ab Entdeckung des Mangels anzeigen (Art. 31 OR). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts in BGE 114 II 140 wird diese relative Frist von einem Jahr nicht durch eine absolute Frist begrenzt, entsprechend ist eine Anfechtung auch nach 10 Jahren noch möglich. Nutzt der Käufer den einjährigen Spielraum jedoch bewusst aus und gibt er seine Anfechtungserklärung erst am Ende der Jahresfrist ab, weil der Unternehmenswert zwischenzeitlich gesunken ist, kann dies unter Umständen als Verstoß gegen Treu und Glauben qualifiziert werden. SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 451 f.; BGer 4C. 26/2000.

⁵⁶³ HEHLI, S. 5.

⁵⁶⁴ Art. 201 OR.

⁵⁶⁵ Art. 210 OR.

⁵⁶⁶ HERZOG, Erfüllung und Nichterfüllung, S. 4; VISCHER, Sachgewährleistung, S. 366.

⁵⁶⁷ SCHENKER, Risikoallokation, S. 263.

⁵⁶⁸ HEHLI, S. 5.

⁵⁶⁹ BGE 126 III 59 ff.; SCHENKER, Risikoallokation, S. 263 f.

⁵⁷⁰ BGE 108 II 104.

tungsansprüche sind aus prozesstaktischen Überlegungen nur eventualiter zu stellen, da der Kaufvertrag sonst als genehmigt gilt und eine Aufhebung des Vertrags nicht mehr möglich ist.⁵⁷¹ Führt der Käufer das Unternehmen im Anschluss an die Anfechtungserklärung weiter, so ist darin insofern keine konkludente Genehmigung des Vertrags zu erblicken, als dies im Rahmen der ordentlichen Geschäftsführung erfolgt und die Investitionen auf ein Mass beschränkt bleiben, das zur Sicherung der Existenz des Unternehmens erforderlich ist. Werden nach Entdeckung des Mangels hingegen Veränderungen am Unternehmen vorgenommen, aus denen ein käuferseitiges Behalten spricht, ist dieses Verhalten als Genehmigung zu werten.⁵⁷²

Grundlagenirrtum

Art. 24 Abs. 1 Ziff. 4 OR zufolge kann eine Partei einen Vertrag unter Berufung auf einen Irrtum anfechten, wenn sie sich über einen für den Vertragsabschluss bzw. die Vertragsgestaltung kausalen Sachverhalt geirrt hat.⁵⁷³ Voraussetzung für die Geltendmachung eines Grundlagenirrtums ist, dass der Irrende bei Kenntnis des Umstands, über den er sich im Irrtum befand, den Vertrag nicht oder mit einem anderen Inhalt geschlossen hätte (sog. subjektive Wesentlichkeit).⁵⁷⁴ Weiter wird vorausgesetzt, dass der Irrende den vorgestellten Sachverhalt auch objektiv gesehen, d.h. nach Treu und Glauben im Geschäftsverkehr, als notwendige Vertragsgrundlage betrachten durfte (sog. objektive Wesentlichkeit).⁵⁷⁵ Objektiv wesentlich ist ein Sachverhalt dann, wenn er charakteristisch für die strittige Vertragsart ist oder angesichts der Natur des Rechtsgeschäfts als zwingend erscheint.⁵⁷⁶ Der Käufer kann sich somit in jenen Fällen auf einen Grundlagenirrtum berufen, in welchen ein Mangel derart gravierend ist, dass ein vernünftiger Vertragspartner

⁵⁷¹ BGE 126 III 59 ff.; SCHENKER, Risikoallokation, S. 263.

⁵⁷² SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 452.

⁵⁷³ SCHWENZER, BSK OR I, Komm. zu Art. 24 OR, N 16 ff.

⁵⁷⁴ HAUCK, S. 503; SCHWENZER, BSK OR I, Komm. zu Art. 24 OR, N 21.

⁵⁷⁵ HUGUENIN, N 512 zu § 5.

⁵⁷⁶ HAUCK, S. 503.

unter denselben Umständen den Kaufgegenstand nicht oder nur zu einem wesentlich tieferen Preis erworben hätte.⁵⁷⁷ Der Irrtum hat sich dabei auf einen gegenwärtigen oder vergangenen Sachverhalt zu beziehen.⁵⁷⁸ Irrt die Vertragspartei hingegen über die Entwicklungen nach Vertragsschluss, anerkennt das Bundesgericht⁵⁷⁹ die Berufung auf einen Grundlagenirrtum nur, falls der Eintritt der betreffenden Tatsache bei Vertragsschluss von beiden Parteien als sicher angenommen werden durfte.⁵⁸⁰

Diese allgemein gültigen Regeln hat das Bundesgericht bisher auch auf den privaten⁵⁸¹ Aktienkauf angewandt, ohne sie für diesen aber näher zu präzisieren. Die bundesgerichtliche Praxis beschränkte sich bislang vielmehr darauf, individuell festzustellen, ob ein Grundlagenirrtum vorliegt. Es lässt sich aber festhalten, dass für das Bundesgericht⁵⁸² zur Annahme eines Grundlagenirrtums bisher immer ausschlaggebend war, dass ein Hauptaktivum des Unternehmens vollkommen wertlos oder der Zugriff des Unternehmens auf ein solches eingeschränkt war. Sodann reichte ein Irrtum über den Wert der erworbenen Aktien grundsätzlich nicht aus, um den Vertrag nach Art. 24 Abs. 1 Ziff. 4 OR anzufechten.⁵⁸³ Einzig bei Vorliegen eines *stark negativen* Einflusses auf den Unternehmenswert, so das Bundesgericht, könne der Käufer einen Irrtum geltend machen.⁵⁸⁴ Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Grenze der Wertabweichung wesentlich über der in Art. 197 OR erwähnten Erheblichkeit liegt. Bei weniger gravierenden Abweichungen, d.h. bei einem Minderwert von weniger als 15–25%, wäre es hingegen mög-

⁵⁷⁷ BGE 97 II 46.

⁵⁷⁸ SCHWENZER, BSK OR I, Komm. zu Art. 24 OR, N 18.

⁵⁷⁹ BGE 109 II 110.

⁵⁸⁰ SCHENKER, Risikoallokation, S. 264.

⁵⁸¹ Sind die Aktien hingegen börsenkotiert, ist nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung eine Irrtumsanfechtung ausgeschlossen. Als Begründung wird angeführt, dass der Käufer in diesem Fall damit rechnen muss, dass die Aktien nicht den Wert haben, der ihnen beigemessen wird. Ein solcher Irrtum sei daher nicht als wesentlich zu bezeichnen. BGE 41 II 571, 575.

⁵⁸² BGE 79 II 155 ff.; 97 II 43 ff.; 107 II 419 ff.

⁵⁸³ HAUCK, S. 503 f.

⁵⁸⁴ BGE 79 II 155, 162 f.; 97 II 43, 46; 107 II 419 ff.; M. MEYER, S. 126 f.

lich, dass ein anderer Interessent den Kaufvertrag zu denselben Konditionen geschlossen hätte. Folglich können nur Wertabweichungen, die über der normalen Streubreite von Unternehmensbewertungen und Preisbestimmungen liegen, nach Treu und Glauben im Geschäftsverkehr geltend gemacht werden. Der Ermessensspielraum hängt jedoch auch vom Parteiverhalten ab. Haben die Parteien bestimmte Eigenschaften oder Bestandteile des Unternehmens ausdrücklich oder konkludent zur Grundlage der Kaufpreisberechnung gemacht, genügt in diesem Zusammenhang bereits eine geringere Abweichung, um von einem rechtserheblichen Willensmangel auszugehen.⁵⁸⁵

Aufgrund der Tatsache, dass sich der Grundlagenirrtum auch auf einen künftigen Sachverhalt beziehen kann, sofern dieser von den Parteien als sicher angesehen werden darf, fällt beispielsweise auch der Erhalt einer geschäftsnotwendigen Bewilligung, deren Erteilung als sicher gilt, unter Art. 24 Abs. 1 Ziff. 4 OR.⁵⁸⁶

Die Irrtumsanfechtung ist selbst bei fahrlässigem Verschulden des Käufers zulässig. Die Gerichts- und Schiedsgerichtspraxis zu diesem Thema zeigt allerdings, dass es zumindest für einen geschäftserfahrenen oder juristisch beratenen Käufer schwierig ist, sich auf einen fahrlässigen Grundlagenirrtum zu berufen, falls ihm die betreffenden Informationen im Rahmen der Due Diligence offengelegt worden sind. Die Gerichte nehmen in solchen Situationen regelmässig an, dass der Käufer den betreffenden Sachverhalt deshalb nicht zur Kenntnis nahm, weil ihm dieser nicht wesentlich erschien, was einen Grundlagenirrtum ausschliesst. Dieselbe Haltung nimmt das Gericht ein, wenn die Unternehmensbewertung irrtümlicherweise fehlerbehaftet ist. Das Bundesgericht⁵⁸⁷ stellte in einem diesbezüglichen Fall fest, dass zumindest bei erfahrenen Vertragsparteien die Unternehmensbewertung in den Risikobereich des Käufers fällt und er die Verantwortung für diese nicht auf den Verkäufer überwälzen kann.⁵⁸⁸

⁵⁸⁵ WATTER, Unternehmensübernahmen, N 409 ff.; SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 445.

⁵⁸⁶ SCHENKER, Risikoallokation, S. 265.

⁵⁸⁷ Vgl. BGE 110 II 293.

⁵⁸⁸ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 446 f.

Täuschung

Nach Art. 28 OR kann eine Vertragspartei einen Vertrag auflösen, wenn sie durch absichtliche Täuschung der Gegenpartei zum Vertragsabschluss verleitet worden ist. D.h. wenn der Täuschung ein Motivirrtum zugrunde liegt, der für den Vertragsabschluss oder zumindest für die Gestaltung des Vertragsinhalts kausal war.⁵⁸⁹ Eine Täuschung kann darin bestehen, dass der Verkäufer dem Käufer bewusst falsche Tatsachen vorspiegelt oder Informationen zurückhält, die er verpflichtet wäre offenzulegen.⁵⁹⁰

Unerheblich ist, ob die Täuschung vom Verkäufer selbst oder von einer seiner Hilfspersonen begangen worden ist, da deren Handlungen dem Verhalten des Verkäufers zuzurechnen sind.⁵⁹¹ Als Hilfspersonen gelten vorliegend vor allem die Berater, welche für den Verkäufer die Verhandlungen führen, das Unternehmen prüfen oder dem Käufer Angaben über die Transaktion machen. Ebenso als Hilfspersonen zu betrachten sind die Organe der Gesellschaft, falls sie im Interesse des Verkäufers auftreten und beispielsweise im Rahmen der Unternehmensprüfung dem Käufer Informationen abgeben oder Präsentationen durchführen.⁵⁹²

Im Zusammenhang mit Unternehmenskäufen kann es vor allem im Vorfeld der Verhandlungen zu Täuschungshandlungen kommen, sei dies mündlich oder durch die Abgabe eines Information Memorandums, das auf unrichtigen Ertrags- oder Umsatzzahlen basiert. Ein diesbezüglicher Haftungsausschluss oder die Angabe *ohne Gewähr* ändert an der Qualifikation als Täuschung nichts. Falsche Prognosen über den künftigen Geschäftsgang können hingegen nicht Grundlage einer Täuschung sein, es sei denn, sie basieren auf Annahmen, von denen der Käufer weiss, dass sie falsch sind.⁵⁹³

⁵⁸⁹ BGE 81 II 219.

⁵⁹⁰ SCHWENZER, BSK OR I, Komm. zu Art. 28 OR, N 14.

⁵⁹¹ Art. 101 OR; BGE 63 II 77; 81 II 213; 108 II 421 f.

⁵⁹² SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 447 f.

⁵⁹³ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 448 f.; M. MEYER, S. 129.

Unter eine Täuschung durch Verschweigen fallen nur Tatsachen, für welche den Verkäufer eine Aufklärungspflicht trifft.⁵⁹⁴ Stellt der Käufer im Vorvertragsstadium Fragen hinsichtlich des Unternehmens, muss der Verkäufer diese aufgrund des Gebots von Treu und Glauben ehrlich beantworten und je nach Art der Frage auch allfällige Risiken offenlegen.⁵⁹⁵ Das Gesagte gilt ebenso für Fragen im Zusammenhang mit der Due Diligence. Falls der Verkäufer hingegen zum Schluss kommt, dass er gewisse Informationen nicht weitergeben kann, da sie unter das Geschäftsgeheimnis fallen, darf er diese zurückhalten. Bestehen im angefragten Bereich jedoch Mängel, so hat der Verkäufer diese offenzulegen, da das Verschweigen von Mängeln unter dem Deckmantel des Geschäftsgeheimnisses als Täuschung zu würdigen ist.⁵⁹⁶

Auch die Aufrechterhaltung eines Irrtums ist gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung⁵⁹⁷ als Täuschung zu qualifizieren. Nimmt der Käufer während der Vertragsverhandlungen beispielsweise an, dass die Gesellschaft Eigentümerin bestimmter Immaterialgüterrechte ist, und hat er diese Annahme dem Verkäufer kundgetan, ist der Verkäufer verpflichtet, den Käufer über das Bestehen allfälliger Lizenzverträge⁵⁹⁸ aufzuklären. Der Verkäufer ist jedoch nicht verpflichtet, aktiv nach allfälligen Irrtümern des Käufers zu suchen. Folglich muss er auch keine Nachberechnung des Kaufpreises anstellen, um sicherzugehen, dass dieser den tatsächlichen Gegebenheiten entspricht bzw. nicht von Irrtümern beeinflusst worden ist.⁵⁹⁹ Grundsätzlich besteht für den Verkäufer auch keine Pflicht, dem Käufer sämtliche Informationen offenzulegen, die für die Berechnung des Unternehmenswerts von Bedeutung sind. Sind dem Verkäufer jedoch Unternehmensmängel bekannt, die den Unternehmenswert und entsprechend die Entscheidungsfindung des Käufers erheblich beeinflussen könnten, muss der Verkäufer die betreffenden

⁵⁹⁴ M. MEYER, S. 129; BGE 116 II 430; 105 II 79 f.; BGer 4C.26/2000.

⁵⁹⁵ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 78.

⁵⁹⁶ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 449 f.

⁵⁹⁷ BGE 92 II 334; 90 II 449 ff.

⁵⁹⁸ Vgl. Kap. II.B.3.2.f.

⁵⁹⁹ BGE 102 II 84; SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 450.

Mängel offenlegen.⁶⁰⁰ Der Ermessensspielraum in Bezug auf das zuvor Gesagte ist auch vom Verhalten des Verkäufers abhängig. Macht der Verkäufer den Käufer im Rahmen eines detaillierten Information Memorandum auf die günstigen Konditionen des Unternehmens aufmerksam, darf der Käufer darauf vertrauen, dass im Memorandum gleichsam auch die negativen Faktoren offengelegt werden. Voraussetzung der Offenlegungspflicht wesentlicher Mängel ist aber, dass sie dem Verkäufer in tatsächlicher Hinsicht bekannt sind, wobei ihm das Wissen seiner Organe und Hilfspersonen anzurechnen ist.⁶⁰¹

Rechtsfolge

Die erfolgreiche Geltendmachung eines Willensmangels bewirkt, dass der Kaufvertrag mit Wirkung *ex tunc* aufgehoben wird. Leistung und Gegenleistung sind zurückzuerstatten.

Der Richter kann bei einem Willensmangel aber analog zu Art. 20 Abs. 2 OR auf Teilnichtigkeit erkennen und dadurch eine für den Aktienkauf unerwünschte Rückabwicklung⁶⁰² abwenden.⁶⁰³ Dies führt dazu, dass der Käufer das Unternehmen bzw. die Aktien behalten kann, der Kaufpreis aber im Rahmen des eingetretenen Irrtums reduziert wird bzw. eine Teilerstattung des bezahlten Kaufpreises erfolgt.⁶⁰⁴

Damit ergibt sich auf dem Weg der Irrtumsanfechtung eine der Preisminderung vergleichbare Lösung. Der Kaufpreis wird auf den Betrag herabgesetzt, der nach dem hypothetischen Willen der Parteien bei Kenntnis des Mangels bestimmt worden wäre.⁶⁰⁵ Das Bundesgericht hat mit dieser Praxis letztlich ein Korrektiv zur Verneinung der Sachmängelgewährleistung beim Aktienkauf geschaffen.

⁶⁰⁰ BGE 66 II 139 f.; 81 II 138; BGer 4C. 26/2000; BLUM, Due Diligence, S. 235.

⁶⁰¹ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 450 f.

⁶⁰² Vgl. die Ausführungen zur Wandelung weiter oben.

⁶⁰³ HAUCK, S. 505; VISCHER, Sachgewährleistung, S. 367.

⁶⁰⁴ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 77.

⁶⁰⁵ BGE 107 II 425 f.; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 77.

Kritik an der bundesgerichtlichen Praxis

Die Lehre kritisiert die Haltung des Bundesgerichts zur Irrtumsanfechtung. Der Hauptvorwurf lautet, dass das Bundesgericht insofern inkonsequent sei, als es bei der Anwendbarkeit von Art. 197 ff. OR auf den Aktienkauf eine formale Sichtweise einnehme, die Anfechtbarkeit des Kausalgeschäfts wegen eines Grundlagenirrtums aber aufgrund einer wirtschaftlichen Interpretation zulasse. Die Geltendmachung eines Grundlagenirrtums stelle ein den Gesetzestext viel weiter strapazierendes Ergebnis dar, als wenn der Unternehmensmangel auch beim Aktienkauf unter die kaufrechtlichen Gewährleistungsvorschriften subsumiert werden könnte.⁶⁰⁶

Von einem Teil der Lehre⁶⁰⁷ wird überdies die einjährige Anfechtungsfrist nach Art. 31 Abs. 1 und 2 OR, welche erst mit Entdeckung des Mangels zu laufen beginnt, als zu lang empfunden. Sodann steht die Mehrheit der Lehre⁶⁰⁸ einer aus der Irrtumsanfechtung abgeleiteten Preisminderungsklage kritisch gegenüber, weil der Gesetzgeber einzig bei der sachgewährleistungsrechtlichen Minderung eine Kaufpreisreduktion vorgesehen habe. Schliesslich gibt es Lehrmeinungen⁶⁰⁹, wonach die als Ausnahmeregelung anzusehende Irrtumsanfechtung nicht zum Standardrechtsbehelf verkommen und nur in engen Grenzen zugelassen werden dürfe.

Deliktische Ansprüche

Sofern die entsprechenden Tatbestände gegeben sind, kann der Käufer seinen Schadenersatzanspruch⁶¹⁰ auch aus Delikt⁶¹¹ herleiten.

⁶⁰⁶ LUGINBÜHL, S. 204; WATTER, Unternehmensübernahmen, N 317, 332.

⁶⁰⁷ Vgl. z.B. EBERHARD STEFAN, Acquisitions, "due diligence" et responsabilité pour les défauts, in: Aspects actuels du droit de la société anonyme, Centre du droit de l'entreprise de l'Université de Lausanne, Lausanne 2005, S. 600 ff.

⁶⁰⁸ Vgl. etwa WATTER, Unternehmensübernahmen, N 331 ff.; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 77; HEHLI, S. 83.

⁶⁰⁹ Vgl. GIRSBERGER/HEHLI, S. 845, 850.

⁶¹⁰ Art. 31 Abs. 3 OR; Der Schadenersatz umfasst das negative Interesse. KOLLER, OR AT, N 196 zu § 14.

⁶¹¹ Art. 41 ff. OR.

Vorteilhaft für den Käufer ist, dass er keinen besonderen Prüfungs- und Rügeobligationen nachzukommen hat. Vorbehältlich der Anwendbarkeit einer längeren strafrechtlichen Verjährungsfrist gilt jedoch die kurze einjährige Verjährungsfrist nach Art. 60 OR.⁶¹²

Culpa in contrahendo

Aufklärungspflicht des Verkäufers

Mit Eintritt in die Verhandlungen und bis vor Abschluss des Vertrags stehen die Parteien in einer rechtlichen Sonderverbindung, die sie zu einem Verhalten nach Treu und Glauben verpflichtet.⁶¹³ Darunter fällt auch die Pflicht des Verkäufers, den Käufer über vertragswesentliche Umstände aufzuklären. Vertragswesentlich dürften im vorliegenden Fall beispielsweise Drittrechte an den Aktien sein. Die Lehre bejaht für den Aktienkauf aber nicht nur eine allgemeine Aufklärungspflicht bezüglich des Rechts am Wertpapier, sondern auch bezüglich des Unternehmens.⁶¹⁴ Eine Aufklärungspflicht besteht sodann in Bezug auf Umstände, welche die Preisbestimmung entscheidend beeinflussen oder die dem Käufer aufgrund der verfügbaren Informationen nicht bekannt sein können, bei Kenntnis die Vertragsverhandlungen aber wesentlich verändern würden.⁶¹⁵ Gestützt auf Art. 200 Abs. 2 OR besteht jedoch keine verkäuferseitige Aufklärungspflicht hinsichtlich jener Mängel, die der Käufer im Rahmen der Due Diligence erkennen sollte.⁶¹⁶

Haftung aus culpa in contrahendo

Verletzen die Parteien schuldhaft ihre vorvertraglichen Aufklärungspflichten, wird dies als *culpa in contrahendo* (c.i.c.) bezeichnet.

Begeht der Verkäufer schuldhaft einen Verhandlungsfehler und hat dies einen Vertragsmangel zur Folge, kann der Käufer seinen Haftungsanspruch somit aus

⁶¹² BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 80.

⁶¹³ BGE 120 II 331; 133 III 449.

⁶¹⁴ BELDI, S. 14 ff.

⁶¹⁵ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 79.

⁶¹⁶ BELDI, S. 15 f.

c.i.c. herleiten und einen Schadenersatz zufolge unterlassener Aufklärung verlangen.⁶¹⁷

Vorteilhaft an der c.i.c. ist, dass sie kein dem Kaufrecht entsprechendes Einhalten der Prüfungs- und Rügeobliegenheiten erfordert. Der Nachteil besteht aus Sicht des Käufers jedoch darin, dass die c.i.c. keine Kausalhaftung ist.⁶¹⁸ Ausserdem wird die vorvertragliche Haftung nach Vertragsschluss von der kaufrechtlichen Gewährleistungshaftung verdrängt. Deshalb kommt die c.i.c. als Anspruchsgrundlage nach Abschluss des Vertrags nur für jene Mängel in Frage, die nicht als Sachmangel zu qualifizieren sind.⁶¹⁹

Kritisch anzumerken ist, dass das Bundesgericht bisher weder für den Aktienkauf noch für den Betriebskauf Ansprüche aus c.i.c. gutgeheissen hat. Sie ist daher (zumindest nach Schweizer Recht) ein wenig geeignetes Instrument, um Ansprüche aus einer Schlechterfüllung geltend zu machen.

c. Rechtsvergleich der Gewährleistungshaftung

(1) Vorbemerkung

Wie in den vorangehenden Kapiteln gezeigt, wird der leistungsgestörte Aktienkauf vom schweizerischen Gesetzgeber nicht spezialgesetzlich geregelt. Eine Befassung mit der betreffenden gesetzlichen Behandlung in anderen Rechtsordnungen bietet sich deshalb an.

Da die schweizerische Lehre und Rechtsprechung dem deutschsprachigen Raum in Bezug auf die Rechtsvergleichung grosse Beachtung schenken und die vertraglichen Haftungsmodalitäten, wie wir sie heute bei Aktienkäufen kennen, ursprünglich vom anglo-amerikanischen Kontinent abstammen, soll nachfolgend untersucht werden, wie der Unternehmenskauf in Deutschland, Österreich und im US-amerikanischen Rechtsraum gesetzlich geregelt ist. Im Anschluss an die rechtliche

⁶¹⁷ BELDI, S. 17.

⁶¹⁸ LUGINBÜHL, S. 207.

⁶¹⁹ BELDI, S. 17.

Qualifikation wird die damit verbundene Frage nach der Gewährleistungshaftung für Unternehmensmängel erörtert. Hierfür wird vorab in zusammenfassender Form nochmals die Rechtslage in der Schweiz wiedergegeben.

(2) Rechtslage in der Schweiz

Rechtliche Einordnung des Unternehmenskaufs

Der Kauf eines Unternehmens wird von der schweizerischen Lehre⁶²⁰ einheitlich nach Kaufrecht abgehandelt, unabhängig davon, ob es sich um einen Aktien- oder Betriebskauf⁶²¹ handelt.

Das Bundesgericht schliesst sich dem in Bezug auf den Aktienkauf an. Hinsichtlich des nach dem OR durchgeführten Betriebskaufs vertritt es in seiner neueren Rechtsprechung⁶²² jedoch die Ansicht, dass dieser als Innominatkontrakt bzw. Vertrag *sui generis* zu qualifizieren sei. Die Interpretation des Bundesgerichts wird auch von einem Teil der französischsprachigen Lehre⁶²³ in der Schweiz vertreten. Sie argumentiert, dass die Qualifikation des Betriebskaufs als Vertrag *sui generis* aus der unterschiedlichen Natur der Pflichten des Verkäufers folge. Diese würden nicht einheitlich vom Kaufrecht erfasst. Vielmehr bestehe eine Pflichtenkombination, die keinem Vertragstyp des OR entspreche.⁶²⁴

Mängelhaftung

Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung sind auf den leistungsgestörten Betriebskauf die Regeln anzuwenden, die am besten seiner Natur bzw. der gestörten

⁶²⁰ Vgl. Kap. I.C.6.1.

⁶²¹ Eine Ausnahme bildet die Vermögensübertragung nach Art. 69 ff. FusG.

⁶²² BGer C327/81.

⁶²³ Vgl. VENTURI, Komm. zu Art. 184, N 11; PICHONNAZ, S. 74.

⁶²⁴ HAUCK, S. 54.

Leistung entsprechen.⁶²⁵ Die h. L.⁶²⁶ erachtet auf die Mängel am sachlichen Substrat des Unternehmens hingegen einzig die kaufrechtlichen Sachgewährleistungsbestimmungen respektive die Gewährleistung nach dem allgemeinen Vertragsrecht⁶²⁷ für anwendbar. Die Ansicht wird damit begründet, dass der Betriebskauf als Sachkauf zu qualifizieren sei und zwar unabhängig davon, ob der Kaufgegenstand das Unternehmen als Ganzes oder als Sachgesamtheit ist. Der Begriff der *Sache* in Art. 197 Abs. 1 OR und des *Kaufgegenstand[s]* in Art. 184 Abs. 1 OR sind demnach gleich zu verstehen.⁶²⁸

Die gesetzliche Gewährleistung beim Aktienkauf bezieht sich laut Bundesgericht nicht auf die Vermögenswerte des Unternehmens, sondern selbst im Falle der Veräusserung sämtlicher Aktien einzig auf den Bestand und Umfang der überlassenen Rechte. Für die Werthaltigkeit des Unternehmens haftet der Verkäufer nach Art. 197 OR bloss dann, wenn er hierfür eine besondere Zusicherung abgegeben hat.⁶²⁹ Einzelne Autoren⁶³⁰ stellen indes in Abrede, dass wertbildende Faktoren eines Unternehmens zusicherungsfähige Eigenschaften von Aktien sein können. Ihrer Ansicht nach sind einzig die Eigenschaften der Aktie selbst sowie die daraus fließenden Mitgliedschafts- und Vermögensrechte zusicherungsfähig.⁶³¹

Irrt der Käufer über die Mittel der Gesellschaft, hat er aber die Möglichkeit, den Aktienkauf aufgrund eines Willensmangels⁶³² anzufechten.⁶³³ Das Bundesgericht korrigiert damit die teilweise unbefriedigenden Ergebnisse, die sich aus der Qua-

⁶²⁵ HAUCK, S. 146.

⁶²⁶ Vgl. VISCHER, Rechtsgewährleistung, S. 337; AMSTUTZ, S. 1109; LUGINBÜHL, S. 182 ff.; GIGER, Komm. zu Art. 197 OR, N 84.

⁶²⁷ Hinzu kommen die Gewährleistung aufgrund eines Grundlagenirrtums (Art. 24 Abs. 1 Ziff. 4 i.V.m. Art. 23 OR) oder einer absichtlichen Täuschung (Art. 28 OR) sowie die Haftung für deliktische Handlungen (Art. 41 ff. OR).

⁶²⁸ BGE 121 III 453, 455; HAUCK, S. 145 f.

⁶²⁹ BGE 107 II 419, 422.

⁶³⁰ Vgl. beispielsweise KELLER/SIEHR, S. 128; GMÜNDER MARCEL, Teilanfechtung aus Irrtum bei der Unternehmensübernahme, Diss. St. Gallen 1992, S. 73 ff.

⁶³¹ EBERT, S. 90.

⁶³² Art. 23 f. OR.

⁶³³ BGE 79 II 159 ff.

lifikation der Aktie als rechtlichem Kaufgegenstand ergeben. Rechtsfolge der Irrtumsanfechtung ist jedoch nicht die Unverbindlichkeit des Kaufvertrags, sondern die Herabsetzung des Kaufpreises nach Art. 20 Abs. 2 OR.⁶³⁴

Die Interpretation des Bundesgerichts in Bezug auf die Mängelhaftung beim Aktienkauf wird indes nur von einem kleinen Teil der Lehre⁶³⁵ geteilt. Die Mehrheit⁶³⁶ lehnt sie als zu streng ab und verlangt, dass bei der Veräusserung eines kontrollierenden Aktienpakets vom Erfordernis der besonderen Zusicherung abgesehen werden kann. Die Lehre sieht im Gegensatz zum Bundesgericht entsprechend auch ein Prüfungserfordernis hinsichtlich aller vorausgesetzten, aber nicht zugesicherten Eigenschaften des Unternehmens und (nicht nur) der Aktien vor.⁶³⁷ Nach schweizerischer Lehre besteht somit in Bezug auf die Gewährleistungsansprüche des Käufers kein Unterschied zwischen einem Aktien- und einem Betriebskauf.

(3) Rechtslage in Deutschland

Rechtliche Einordnung des Unternehmenskaufs

Gleich wie das OR⁶³⁸ behandelt auch das Bürgerliche Gesetzbuch (BGB) Deutschlands den Kauf von Unternehmen nicht ausdrücklich.⁶³⁹

Unternehmen können nach deutschem Recht ebenfalls entweder mittels eines Aktien- oder eines Betriebskaufs erworben werden. Während der Betriebskauf als Sachkauf qualifiziert wird, auf den die Vorschrift in § 453 Abs. 1 BGB Anwendung findet, gilt der Aktienkauf als Rechtskauf nach § 453 Abs. 1 Alt. 1 BGB.⁶⁴⁰

⁶³⁴ HAUCK, S. 512.

⁶³⁵ Vgl. HONSELL, OR BT, S. 46; HIGI, Komm. zu Art. 197 OR, N 33, 61.

⁶³⁶ Vgl. WATTER/WIESER, S. 153 (FN 3); VISCHER, Nachbesserungsrecht, S. 1168 (FN 5); BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 62.

⁶³⁷ BELDI, S. 12 f.

⁶³⁸ Eine Ausnahme bildet die Geschäftsübernahme nach Art. 181 OR.

⁶³⁹ HAUCK, S. 55.

⁶⁴⁰ BELDI, S. 27 f.

Die Bestimmung in § 453 Abs. 1 BGB ordnet die Anwendung des Kaufrechts für den entgeltlichen Erwerb sonstiger Vermögenswerte an. Die Regelung in § 453 Abs. 1 Alt. 1 BGB sieht vor, dass die Vorschriften über den Sachkauf auf den Rechtskauf anzuwenden sind. Aktienkäufe werden somit gleich wie Betriebskäufe vom Kaufrecht erfasst. Anders als das schweizerische Bundesgericht, welches in seiner neueren Rechtsprechung beim Betriebskauf von einem Innominatkontrakt bzw. Vertrag *sui generis* ausgeht, wenden die deutsche Lehre⁶⁴¹ und Rechtsprechung einheitlich das Kaufrecht auf den Betriebskauf an.⁶⁴²

Mängelhaftung

Kaufgegenstand und Vergleichsobjekt für die Mängelprüfung beim Betriebskauf ist nach deutschem Recht das Unternehmen als Ganzes. Über die Verweisung in § 453 Abs. 1 BGB findet die kaufrechtliche Sachgewährleistung⁶⁴³ auf die Mängel⁶⁴⁴ an den Vermögenswerten des Unternehmens Anwendung. Liegt der Mangel bereits im Zeitpunkt des Gefahrenübergangs vor, greifen die in § 437 BGB vorgesehenen Rechtsbehelfe. Primär kann der Käufer dabei einen Nacherfüllungsanspruch aus § 439 BGB geltend machen, der anders als nach schweizerischer Lehre im Kaufrecht nicht generell ausgeschlossen ist. Die übrigen Rechtsbehelfe⁶⁴⁵ stehen dem Käufer nur zur Verfügung, wenn er erfolglos eine Nachfrist für die Nachbesserung der Kaufsache angesetzt hat oder er auf die Ansetzung einer betreffenden Nachfrist verzichten⁶⁴⁶ konnte.⁶⁴⁷

⁶⁴¹ Vgl. TRIEBEL VOLKER/HÖLZLE GERRIT, Schuldrechtsreform und Unternehmenskaufverträge, in: Betriebsberater 2002, S. 521 ff.; KLEIN-BLENKERS FRIEDRICH, Die Entwicklung des Unternehmenskaufrechts (Zivilrecht), in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2003, S. 903; SCHRÖCKER, S. 63, 72.

⁶⁴² HAUCK, S. 55, 485.

⁶⁴³ Vgl. §§ 433 ff. BGB.

⁶⁴⁴ Ein Sachmangel liegt nach § 434 Abs. 1 BGB vor, wenn sich der Kaufgegenstand nicht für die nach dem Vertrag vorausgesetzte oder gewöhnliche Verwendung eignet.

⁶⁴⁵ Rücktritt vom Vertrag, Minderung und Schadenersatz.

⁶⁴⁶ Auf die Ansetzung einer Nachfrist kann verzichtet werden, wenn die Nachbesserung unmöglich oder unzumutbar erscheint.

⁶⁴⁷ HAUCK, S. 143 f.

Seit Inkrafttreten des Schuldrechtmodernisierungsgesetzes⁶⁴⁸ wird auch der leistungsgestörte Aktienkauf von den kaufrechtlichen Gewährleistungsvorschriften erfasst. Absicht des deutschen Gesetzgebers war es, mit der Einführung von § 453 Abs. 1 Alt. 1 BGB die Anwendbarkeit des kaufrechtlichen Gewährleistungsrechts auf den Rechtskauf auszudehnen.⁶⁴⁹ Da beim Aktienkauf aber auch nach deutschem Recht die Anteilsrechte den unmittelbaren Kaufgegenstand bilden, stellt sich die Frage, ob der Käufer einen Sachmangel des Unternehmens gestützt auf § 453 Abs. 1 Alt. 1 BGB geltend machen kann bzw. unter welchen Voraussetzungen die Sachgewährleistungsbestimmungen beim Aktienkauf auf das Unternehmen anwendbar sind. Aus der Bestimmung in § 453 Abs. 1 Alt. 1 BGB ergibt sich nämlich nur die Anwendbarkeit der Vorschriften des Sachkaufs auf den Rechtskauf, dies hat jedoch noch nicht die Gewährleistung für das hinter dem Anteilsrecht stehende Unternehmen zur Folge.⁶⁵⁰

Einig ist man sich in der deutschen Lehre und Rechtsprechung, was die Leistungsstörungen an der Aktie selbst betrifft: Bestehen an dieser Drittrechte, oder sind die durch das Wertpapier verkörperten Aktionärsrechte in ihrem Bestand anderweitig beeinträchtigt, liegt ein Rechtsmangel nach § 453 Abs. 1 Alt. 1 BGB i.V.m. § 435 BGB vor. Ein Sachmangel nach § 434 BGB ist hingegen gleich wie nach schweizerischer Rechtsauffassung anzunehmen, falls die Aktie bei wertpapiermässiger Verbriefung körperlich derart beschädigt ist, dass sie ihre Funktion als Urkunde verliert.⁶⁵¹ Die Rechtslage des Käufers hinsichtlich der Mängel am Unternehmen ist jedoch strittig. Weitgehende Einigkeit⁶⁵² herrscht einzig darüber,

⁶⁴⁸ Gesetz zur Modernisierung des Schuldrechts vom 26.11.2001, BGBl I, 3138; Die seit dem 1. Januar 2002 geltende Fassung des Schuldrechtmodernisierungsgesetzes hat zu zahlreichen Änderungen im 1. und 2. Buch des BGB geführt. Im Bereich des Kaufrechts wurde insbesondere das Gewährleistungsrecht modernisiert, indem es in das allgemeine Leistungsstörungenrecht integriert worden ist.

⁶⁴⁹ RITTMEISTER, S. 38; HAUCK, S. 485.

⁶⁵⁰ RITTMEISTER, S. 39 ff.

⁶⁵¹ HAUCK, S. 485 ff., 496.

⁶⁵² Vgl. anstatt vieler GRUNEWALD, S. 372 f.; BERGJAN, S. 293 f.; PICOT, S. 132; a. A. WÄLZ-HOLZ ECKHARD, Auswirkungen der Schuldrechtsreform auf Gesellschaften und Geschäftsanteilsabtretungen, DSfR 2002, S. 500 ff.; HUBER ULRICH, Die Praxis des Unternehmenskaufs im System des Kaufrechts, Archiv für die civilistische Praxis 202/2002, S. 179 ff.

dass im Falle des Erwerbs *sämtlicher* Aktien die Haftungsmechanismen des Betriebskaufs zur Anwendung gelangen, weil dieser Vorgang dem Erwerb des von der Gesellschaft betriebenen Unternehmens gleichkommt.⁶⁵³ Lehre und Rechtsprechung folgen damit einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise des Kaufgegenstands. Zur Frage, ob auch beim Kauf eines kontrollierenden Aktienpakets nach § 434 BGB vorgegangen werden kann, wenn das Unternehmen mangelhaft ist, bestehen indes unterschiedliche Lehrmeinungen. Zum Teil wird die Auffassung⁶⁵⁴ vertreten, dass § 453 Abs. 1 Alt. 1 BGB die gänzliche Gleichstellung von Sach- und Rechtskauf gebiete und zwar unabhängig von der am Unternehmen erworbenen Beteiligungshöhe. Als Begründung wird angeführt, dass aufgrund der Reichweite des Beschaffenheitsbegriffs in § 434 Abs. 1 BGB⁶⁵⁵, welcher alle tatsächlichen, rechtlichen und wirtschaftlichen Beziehungen der Kaufsache umfasst, die Beschaffenheit des Anteilsrechts auch den Zustand des Unternehmens beinhaltet. Nach anderer Auffassung⁶⁵⁶ wird der Verweis in § 453 Abs. 1 Alt. 1 BGB auf die §§ 434 ff. BGB weniger umfassend verstanden. Nur wenn die Parteien gestützt auf § 434 Abs. 1 S. 1 BGB eine ausdrückliche oder stillschweigende Abrede über die Beschaffenheit des Unternehmens getroffen hätten, habe der Verkäufer für den Zustand des Unternehmens einzustehen. Fehle eine gesonderte Beschaffenheitsabrede, müsse die objektive Beschaffenheit nach § 434 Abs. 1 S. 2 BGB ermittelt werden.⁶⁵⁷ Nach einer dritten Ansicht, die von einem Grossteil der deutschen

⁶⁵³ HAUCK, S. 496; LUGINBÜHL, S. 166.

⁶⁵⁴ GAUL, S. 35, 39, 62 f.

⁶⁵⁵ Haben die Parteien keine vertragliche Beschaffenheit der Kaufsache i.S.v. § 434 Abs. 1 S. 1 BGB vereinbart, gelangt zur Beurteilung eines Sachmangels die übliche Beschaffenheit nach § 434 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 BGB zur Anwendung. Demnach liegt kein Sachmangel vor, wenn sich die Sache für die gewöhnliche Verwendung eignet und eine Beschaffenheit aufweist, die bei Sachen gleicher Art üblich ist und die der Käufer nach der Art der Sache erwarten kann.

⁶⁵⁶ SCHRÖCKER, S. 63, 87.

⁶⁵⁷ EBERT, S. 72; HAUCK, S. 495 f.

Lehre⁶⁵⁸ und der Rechtsprechung⁶⁵⁹ vertreten wird, können Rechts- oder Sachmängel am Unternehmensvermögen bei Aktienkäufen jedenfalls dann geltend gemacht werden, wenn der Käufer eine beherrschende Stellung⁶⁶⁰ im Unternehmen erwirbt. Es bestünden in diesem Fall Anhaltspunkte dafür, dass der Verkäufer für den Zustand des Unternehmens einstehen wolle.⁶⁶¹

Im Übrigen ist der Käufer beim leistungsgestörten Aktienkauf auch nach deutschem Recht nicht rechtlos gestellt. Er hat unter Umständen die Möglichkeit, einen Anspruch aus c.i.c. geltend zu machen. Entsprechend desselben Verständnisses der c.i.c. in Deutschland wie in der Schweiz hat der Käufer einen Anspruch auf Schadenersatz, falls es in der vorvertraglichen Beziehung zu einer Vertrauensverletzung gekommen ist. In den Anwendungsbereich der c.i.c. fallen Schäden, die dem Käufer aus fahrlässigen oder vorsätzlichen Fehlangaben betreffend das Unternehmen sowie fahrlässigem oder vorsätzlichem Unterlassen der gebotenen Aufklärungspflicht erwachsen. Die Berufung auf eine c.i.c. nach § 280 Abs.1 BGB i.V.m. § 311 Abs. 2 BGB setzt allerdings gleich wie nach Schweizer Recht voraus, dass die Spezialbestimmungen der kaufrechtlichen Mängelgewährleistung nicht zur Anwendung gelangen.⁶⁶² Die Anwendungsbereiche der beiden Haftungen sind komplementär.

Im Gegensatz zur schweizerischen Lehre und Gerichtspraxis hat die Haftung wegen eines Wegfalls der Geschäftsgrundlage⁶⁶³ in Deutschland bisher nur vereinzelt Eingang in die Literatur⁶⁶⁴ und Rechtsprechung gefunden.⁶⁶⁵ Auf sie wird deshalb vorliegend nicht eingegangen.

⁶⁵⁸ Vgl. anstatt vieler GRUNEWALD, S. 372 ff.

⁶⁵⁹ BGH NJW 1969, 184; BGH WM 1975, 230; BGH NJW 1976, 236; OLG Köln, DB 2009, 2259 ff.; LG Berlin, Urteil vom 01.02.2005, 5 O 176/04.

⁶⁶⁰ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. I.C.6.2 (2).

⁶⁶¹ RITTMEISTER, S. 40 f.; EBERT, S. 71 ff.

⁶⁶² BELDI, S. 24.

⁶⁶³ Die Haftung wegen einer Störung oder eines Wegfalls der Geschäftsgrundlage nach § 313 BGB ist vergleichbar mit einem Grundlagenirrtum nach Art. 23 f. OR.

⁶⁶⁴ Vgl. immerhin CANARIS, N 46 zu § 8.

⁶⁶⁵ HAUCK, S. 496 f.

Anzumerken für die deutsche Rechtspraxis ist, dass es für den Käufer vor Abschluss des Vertrags keine Prüfungsobliegenheit betreffend die Kaufsache gibt, wie sie nach Schweizer Lehre für den Unternehmenskauf stipuliert wird.⁶⁶⁶ Die h. L.⁶⁶⁷ nimmt deshalb auch keine grobe Fahrlässigkeit⁶⁶⁸ an, wenn Mängel nicht erkannt werden, die durch eine Due Diligence hätten aufgedeckt werden können. Sofern der Käufer jedoch eine Due Diligence durchführt und dadurch vor Abschluss des Vertrags Mängel entdeckt, führt dies zum Ausschluss der Gewährleistungsansprüche.⁶⁶⁹ Dies hat zur Folge, dass der Käufer, welcher keine Due Diligence durchführt, nach deutschem Recht im Ergebnis besser gestellt ist.

(4) Rechtslage in Österreich

Rechtliche Einordnung des Unternehmenskaufs

Das österreichische Allgemeine Bürgerliche Gesetzbuch (ABGB) enthält gleich wie das OR und das deutsche BGB keine spezialgesetzlichen Bestimmungen zum Kauf von Unternehmen.

Beim Betriebskauf bildet das Unternehmen als Gesamtsache nach § 302 ABGB den Kaufgegenstand.⁶⁷⁰ In Bezug auf die Leistungsstörungen gelten beim Kauf einer Sache die §§ 922 ff. ABGB, wonach der Schuldner für die Mängel seiner Leistung einzustehen hat.

⁶⁶⁶ RITTMEISTER, S. 123.

⁶⁶⁷ Vgl. KNÖFLER, S. 72 ff.; VOSS, S. 214 f.; RITTMEISTER, S. 122.

⁶⁶⁸ Nach § 442 Abs. 1 S. 1 BGB verwirkt der Käufer bei Kenntnis des Mangels zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses seine Mängelrechte. Ist ein Mangel dem Käufer jedoch zufolge grober Fahrlässigkeit unbekannt geblieben, so kann er nach § 442 Abs. 1 S. 2 BGB seine Mängelrechte nur dann geltend machen, wenn der Verkäufer ihm diesen arglistig verschwiegen oder er eine Garantie für die Beschaffenheit der Kaufsache übernommen hat.

⁶⁶⁹ BELDI, S. 23 f.

⁶⁷⁰ HASENAUER, S. 715 f.

Der Aktienkauf gilt nach österreichischer Lehre⁶⁷¹ und Rechtsprechung⁶⁷² formal betrachtet als Erwerb eines Rechts und somit als Rechtskauf. Allerdings ist man sich in der h. L. und Rechtsprechung einig, dass bei einem Erwerb sämtlicher Aktien das Unternehmen als Kaufgegenstand zu betrachten ist. Wie gesehen⁶⁷³, wird in der österreichischen Literatur überdies die Lehrmeinung⁶⁷⁴ vertreten, dass auch der Kauf einer Minderheitsbeteiligung in einen Unternehmenskauf umschlagen kann, falls (i) keine reine Finanzbeteiligung besteht, (ii) der Käufer durch die Ausübung seiner Rechte eine gewisse Kontrolle über das Unternehmen hat, und (iii) der Parteiwille auf den Erwerb des Unternehmens gerichtet ist. In einem solchen Fall sowie bei einem Erwerb sämtlicher Aktien wird deshalb in Bezug auf die Gewährleistungsansprüche nicht zwischen einem Aktien- und einem Betriebskauf unterschieden.

Mängelhaftung

Bei Vorliegen eines Betriebskaufs sind auf die Mängel an den Vermögenswerten des Unternehmens aufgrund des weiten Sachbegriffes in § 285 ABGB die Gewährleistungsregeln der §§ 922 ff. ABGB anwendbar. Ausgangspunkt nach § 922 ABGB ist die Gewährleistung für den vertragskonformen Zustand.⁶⁷⁵

Das ABGB enthält ausser für den Erwerb von Forderungsrechten in den §§ 1397 ff. keine gesonderten Gewährleistungsbestimmungen für den Rechtskauf. Entsprechend werden die §§ 1397 ff. ABGB von der Lehre und Rechtsprechung analog auf den Aktienkauf⁶⁷⁶ angewandt. Da der Sachbegriff im österreichischen Recht jedoch sehr weit gefasst ist, indem er sowohl körperliche Sachen als auch

⁶⁷¹ Vgl. anstatt vieler PUCK, S. 13 ff.

⁶⁷² Vgl. Entscheid 4 Ob 1657/95 des OGH vom 24. Oktober 1995; Entscheid 2 Ob 2140/96m des OGH vom 27. Juni 1996; Entscheid 8 Ob 37/02b des OGH vom 18. April 2002; Entscheid 2 Ob 134/07f des OGH vom 29. November 2007; Entscheid 10 Ob 21/08y des OGH vom 12. Mai 2009.

⁶⁷³ Vgl. Kap. I.C.6.2.e. (2).

⁶⁷⁴ Vgl. HASENAUER/PRACT, Rz. 23.

⁶⁷⁵ WITTMANN, S. 13.

⁶⁷⁶ Auch wenn es sich bei Aktien um Mitgliedschafts- und nicht um Forderungsrechte handelt.

Rechte umfasst, sind ergänzend zu den eher lückenhaften §§ 1397 ff. ABGB die allgemeinen Gewährleistungsregeln nach §§ 922 ff. ABGB anwendbar.⁶⁷⁷ Letztere sehen vor, dass der Verkäufer für die ausdrücklich bedungenen und gewöhnlich vorausgesetzten Eigenschaften einzustehen hat.

Bei der entgeltlichen Abtretung einer Forderung nach § 1397 ABGB haftet der Veräußerer sowohl für deren Bestand (Verität) als auch für deren Einbringlichkeit (Bonität) bis zur Höhe des empfangenen Gegenwerts. Verität und Bonität eines Rechts sind nach Auffassung des OGH⁶⁷⁸ zugleich gewöhnlich vorausgesetzte Eigenschaften nach §§ 922 ff. ABGB. Bezogen auf die entgeltliche Zession eines Rechts bedeutet dies, dass der Abtretende als Ausfluss der Bonität auch für die wirtschaftliche Güte des Rechts einzustehen hat. Diese wird als Pflicht verstanden, dem Inhaber eine bestimmt beschaffene Sache zu verschaffen. Insofern zählt zu den Eigenschaften eines Rechts auch die Beschaffenheit der Sache, auf die sich das Recht bezieht. Nach Ansicht der österreichischen Lehre scheint es daher folgerichtig, dass der Veräußerer auch beim Aktienkauf für die Eigenschaften des Unternehmens Gewähr zu leisten hat.⁶⁷⁹ Voraussetzung für diese Interpretationsweise ist aber, dass nach dem Parteiwillen⁶⁸⁰ nicht nur die Aktie, sondern das Unternehmen selbst als Gegenstand des Kaufvertrags gesehen wird.⁶⁸¹ Die Haftung für Sachmängel des Unternehmens hängt entsprechend davon ab, ob die Parteien die Eigenschaften des von der Gesellschaft betriebenen Unternehmens zu solchen des Anteils erhoben haben.⁶⁸² Damit bleibt juristisch jedoch unklar, inwiefern und für welche Eigenschaften des Unternehmens gehaftet wird. Nach Ansicht des OGH ist dabei auf die individuelle vertragliche Abrede zwischen den Parteien abzustellen.⁶⁸³

⁶⁷⁷ Entscheid 5 Ob 136/12d des OGH vom 17. Dezember 2012; PUCK, S. 17; WITTMANN, S. 22; THIERRICHTER, S. 319.

⁶⁷⁸ Vgl. Entscheid 6 Ob 564/90 des OGH vom 6. September 1990.

⁶⁷⁹ WITTMANN, S. 22.

⁶⁸⁰ § 914 ABGB.

⁶⁸¹ Vgl. Entscheid 6 Ob 564/90 des OGH vom 18. Januar 1977.

⁶⁸² WITTMANN, S. 23.

⁶⁸³ Entscheid 5 Ob 136/12d des OGH vom 17. Dezember 2012; Entscheid 2 Ob68/00i des OGH vom 29. April 1954.

Zur Haftungsgrundlage aus c.i.c. ist für die Rechtslage in Österreich anzumerken, dass diese im Vergleich zur Praxis in Deutschland weniger häufig angewandt wird. Eine Verletzung der (vor-)vertraglichen Aufklärungspflichten berechtigt den Käufer jedoch nicht nur zur Geltendmachung von Schadenersatzforderungen zufolge c.i.c. Der Käufer kann das Rechtsgeschäft bzw. den Kauf alternativ auch wegen eines Irrtums nach § 871 ABGB oder wegen einer arglistiger Täuschung nach § 870 ABGB anfechten.⁶⁸⁴

(5) Rechtslage in den USA

Vorbemerkung

Das Rechtssystem der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) basiert auf dem Common Law, dem durch Richterspruch gebildeten Fallrecht. Es ist folglich anders strukturiert als das europäische Civil Law, das sich primär auf das Gesetzesrecht stützt.

Eine der Eigenheiten des Common Law besteht im weitgehenden Nichtvorhandensein von dispositivem Recht. Das Common Law hat keine Vertragstypen entwickelt, bei denen die Parteien bloss Einzelheiten zu regeln brauchen und die übrigen Vertragspunkte von der Rechtsordnung bereitgestellt werden. Die Parteien müssen folglich die zwischen ihnen geltenden Bestimmungen selbst aushandeln. Daraus hat sich ein detaillierter Vertragsstil entwickelt, der insbesondere für Unternehmenskäufe weitgehend standardisiert ist.⁶⁸⁵

Eine weitere Besonderheit des US-amerikanischen Rechtsraums liegt in seiner starken Zersplitterung. Da die einzelnen Bundesstaaten ihr eigenes Fallrecht entwickelt haben, gibt es in den USA so viele Common Law Systeme wie es Bundesstaaten gibt. Jede der 50 Common Law Jurisdiktionen hat ihre eigene Rechtsprechung, was eine einheitliche Erfassung schwierig macht. Allerdings ist es durch

⁶⁸⁴ WITTMANN, S. 55, 65.

⁶⁸⁵ VOSS, S. 22.

die National Conference of Commissioners on Uniform State Laws (NCCUSL)⁶⁸⁶ zu einer Vereinheitlichung bestimmter Rechtsbereiche gekommen. Ein Beispiel einer solchen Vereinheitlichung ist der Uniform Commercial Code (UCC).⁶⁸⁷ Der UCC ist ein Modellgesetz für (nahezu)⁶⁸⁸ alle Bundesstaaten und dient der Rechtsvereinheitlichung des Vertragsrechts, insbesondere des Kaufrechts. Lücken des UCC werden mittels der allgemeinen Regeln des Common Law geschlossen.⁶⁸⁹

Rechtliche Einordnung des Unternehmenskaufs

Der Unternehmenskauf ist in den USA ebenso wenig spezialgesetzlich geregelt wie in den zuvor diskutierten Rechtsordnungen. Folglich behandelt ihn die US-Rechtsprechung wie jeden anderen Kaufvertrag. Präzisiert wird er einzig dort, wo dies der besondere Charakter des Unternehmens als Kaufgegenstand verlangt.⁶⁹⁰

Während auf den Betriebskauf primär der UCC angewandt wird, finden auf den Aktienkauf in erster Linie die von den einzelnen Bundesstaaten und vom Bund erlassenen Wertpapiergesetze bzw. Securities Laws Anwendung. Inhaltlich stimmen die einzelstaatlichen Regelungen weitgehend mit den Bundesregelungen überein.⁶⁹¹ Auf Stufe des Bundes sind der Securities Act von 1934 und der Securities Exchange Act von 1934 relevant.⁶⁹² Ergänzend zu den wertpapierrechtlichen Bestimmungen sind auf den Aktienkauf ebenfalls die Gewährleistungsregeln des UCC anwendbar.

Der US Supreme Court hat es, wie in Kap. I.C.6.2.f. gesehen, bislang abgelehnt, der Sale of Business Doctrine zu folgen, wonach der Erwerb (nahezu) sämtlicher Anteile einer Gesellschaft als Betriebskauf zu qualifizieren ist. Der UCC hätte

⁶⁸⁶ Die NCCUSL ist ein Gremium einzelner Bundesstaaten, das Gesetzesvorschläge auf Gebieten erarbeitet, in denen eine Rechtsvereinheitlichung besonders notwendig erscheint. AKIKOL, S. 6 (FN 14).

⁶⁸⁷ VOSS, S. 19 f.

⁶⁸⁸ Einzig der Bundesstaat Louisiana hat den UCC nur teilweise angenommen.

⁶⁸⁹ BELDI, S. 32; VOSS, S. 37.

⁶⁹⁰ Vgl. KRECEK, S. 10, analog für das englische Recht.

⁶⁹¹ MERKT, S. 1042.

⁶⁹² KNÖFLER, S. 38; HÜTTERMANN, S. 76.

dadurch die Securities Laws verdrängt.⁶⁹³ Entsprechend sind die für den Betriebskauf geltenden Regeln (anders als nach deutschsprachiger Lehrmeinung) nur ergänzend auf den Aktienkauf anwendbar.

Mängelhaftung

Die US-amerikanischen Gewährleistungsbestimmungen sind im Allgemeinen verkäuferfreundlich ausgestaltet.⁶⁹⁴ Die Haftung des Verkäufers wird durch das im Kaufrecht des Common Law geltende Prinzip des *caveat emptor*⁶⁹⁵ geprägt. Demnach existiert keine (verschuldensunabhängige) Haftung des redlichen Verkäufers, vielmehr hat der Käufer die Gefahr allfälliger Mängel selbst zu tragen. Er kann sich einzig mittels Risikoabschlüssen im Kaufpreis oder Zusicherungen und Garantien gegen allfällige Mängel absichern. Die US-Gerichte machen in ihrer Rechtsprechung denn auch regelmässig darauf aufmerksam, dass der Käufer für seinen Schutz eigenverantwortlich ist und entsprechende Garantien vereinbaren muss. Da der Verkäufer somit *ex lege* nicht für den Zustand oder bestimmte Eigenschaften des Unternehmens haftet, hat der Kaufinteressent das Unternehmen vor Vertragsschluss genau zu prüfen und sich entsprechend vertraglich abzusichern.⁶⁹⁶ Allerdings ist der *caveat emptor* Grundsatz nicht im selben Mass auf die beiden Kaufvertragstypen anwendbar.⁶⁹⁷ Grund dafür ist die vorrangige Geltung des Wertpapierrechts für den Aktienkauf.

Die Gewährleistungsbestimmungen betreffend den Betriebskauf sind in Sect. 2 des UCC geregelt. Relevant sind insbesondere die Sect. 2–312 bis 3–18 UCC, welche die Gewährleistungen für den Kauf von Mobilien regeln. Der UCC diffe-

⁶⁹³ BELDI, S. 33.

⁶⁹⁴ KNÖFLER, S. 37; MERKT, S. 1041.

⁶⁹⁵ Lat. *Käufer sei wachsam*. Nach der *caveat emptor* Doktrin ist es am Käufer, die Mängelfreiheit des Kaufgegenstandes festzustellen und sich gegen allfällige Mängel vertraglich abzusichern. VOSS, S. 32.

⁶⁹⁶ MEIER, S. 79 f.; BELDI, S. 32, 35; KNÖFLER, S. 37, 42; VOSS, S. 32; MERKT, 1041; HASENAUER/STINGL, S. 2.

⁶⁹⁷ KNÖFLER, S. 37; MERKT, 1041.

renziert in diesem Zusammenhang zwischen gesetzlicher (konkludenter) und vertraglicher Gewährleistung (sog. «Implied and Express Warranties») sowie den Zusicherungen betreffend das Eigentumsrecht (sog. «Warranties of title»). Die Implied Warranties können in Zusicherungen für die Marktgängigkeit (sog. «Warranty of Merchantability») und die Eignung für besondere Zwecke (sog. «Warranty of Fitness for Particular Purpose») unterteilt werden. Sie gewährleisten die Beschaffenheit der Kaufsache, namentlich dass der Kaufgegenstand von durchschnittlicher Qualität ist und sich für den gewöhnlichen Gebrauch eignet.⁶⁹⁸ Für deren Inanspruchnahme ist allerdings erforderlich, dass der Verkäufer als Kaufmann von Berufs wegen Handel mit Sachen dieser Art betreibt. Die Beschaffensgewährleistung findet nach US-amerikanischem Recht deshalb kaum je Anwendung auf den Betriebskauf. Die Express Warranties bzw. vertraglichen Gewährleistungen eigenen sich hingegen eher. Für die Geltendmachung einer Express Warranty wird gemäss Sect. 2.131(1)(a) UCC aber vorausgesetzt, dass eine Zusicherung betreffend den Kaufgegenstand vorliegt, die von den Parteien zur notwendigen Geschäftsgrundlage des Vertrags (sog. «Basis of the Bargain») gemacht worden ist. Express Warranties sind daher von reinen Meinungsäusserungen des Verkäufers abzugrenzen.⁶⁹⁹

Für den Betriebskauf von Bedeutung sind weiter die gesetzlichen Gewährleistungen bezüglich der Immobilien. Sie betreffen jedoch einzig die freie Verkäuflichkeit des Eigentumstitels, indem sie gewährleisten, dass das Eigentum unbelastet ist (sog. «Marketable Title»). Die Haftung für die Beschaffenheit der Immobilie ist nach US-amerikanischem Recht hingegen nicht gesetzlich geregelt. Aus Käufersicht ist bei der Übertragung von Immobilien daher zwingend ein vertraglicher Katalog an Warranties vorzusehen, da dem Käufer im Gewährleistungsfall sonst nur die Übertragung des unbelasteten Eigentumstitels zusteht.⁷⁰⁰

Für den Aktienkauf bzw. die betreffende Gewährleistung ist grundsätzlich zwischen der Haftung der Securities Laws und den Gewährleistungsbestimmungen des UCC zu differenzieren. Der Securities Act von 1934 enthält in § 17 (a) eine

⁶⁹⁸ VOSS, S. 64; MERKT, S. 1042; BELDI, S. 34.

⁶⁹⁹ BELDI, S. 34.

⁷⁰⁰ KNÖFLER, S. 41; BELDI, S. 34 f.

generelle Haftungsbestimmung, wonach haftet, wer sich eines Täuschungsmittels oder -plans bedient, oder wer sich Geld oder Eigentum mittels trügerischer Angaben über wesentliche Tatsachen erschleicht, oder wer sich in anderer Weise betätigt, die in betrügerischer oder irreführender Art auf den Käufer einwirkt oder einwirken kann.⁷⁰¹ Die zum Securities Exchange Act von 1934 gehörenden Rules und Regulations legen in Rule 10 b–5 (2) fest, dass es untersagt ist, in betrügerischer Weise unrichtige Angaben bezüglich des Verkaufs von Beteiligungen zu machen bzw. wesentliche Angaben in betrügerischer Absicht zu unterschlagen. Zwar ist bei einem Verstoss gegen diese Bestimmung keine gesetzliche Haftung vorgesehen, doch steht dem Käufer gemäss Rechtsprechung ein individuelles Klagerecht zu.⁷⁰²

Auch der UCC enthält Bestimmungen, die ergänzend auf den leistungsgestörten Aktienkauf anzuwenden sind. Gemäss Sect. 8–306 (2) UCC hat der Verkäufer eines verbrieften Anteilsscheins dem Käufer zu versichern (sog. «warrant»), dass die Übertragung wirksam und rechtmässig ist (sog. «effective and rightful»), dass es sich um eine echte, unverfälschte Urkunde handelt (sog. «genuine and not materially altered»), und dass er keine Kenntnis von allfälligen Ungültigkeitsgründen in Bezug auf den Anteilsschein hat. Hinsichtlich des hinter dem Anteilsschein stehenden Unternehmens sieht der UCC jedoch keine Beschaffenheitsgewährleistung vor.⁷⁰³

Nach US-amerikanischem Recht wird dem Aktienkäufer somit lediglich für die Fälle eines Betrugs oder einer ungültigen Aktienübertragung ein Anspruch gegenüber dem Verkäufer eingeräumt. Die übrigen Rechtserlasse enthalten hingegen keine relevanten Anspruchsgrundlagen.

Anzumerken ist, dass der UCC in Sect. 1–203 eine grundsätzliche Pflicht enthält, sich als Partei nach Treu und Glauben zu verhalten. Die Treupflicht erstreckt sich indes nicht auf die Phase vor Vertragsschluss und hat somit nach US-amerikani-

⁷⁰¹ BELDI, S. 33.

⁷⁰² HÜTTERMANN, S. 75; BELDI, S. 33; KNÖFLER, S. 39.

⁷⁰³ MERKT, S. 1042; KNÖFLER, S. 38.

schem Recht eine andere Bedeutung als die c.i.c. im deutschsprachigen Rechtsraum. Dem *caveat emptor* Grundsatz folgend, besteht in den USA auch keine andere allgemeine Aufklärungspflicht⁷⁰⁴ des Verkäufers. Immerhin kann der Käufer auf das aus dem Haftungs- und Vertragsrecht entwickelte *promissory estoppel* Prinzip zurückgreifen, das im Restatement of Contracts von 1981 in § 90 geregelt ist. Demnach darf eine Partei kein mit der Gegenleistung inäquivalentes Leistungsversprechen abgeben, falls der Gegenpartei daraus ein Rechtsnachteil erwachsen könnte.⁷⁰⁵

d. Würdigung

Der Aktienkauf wird in sämtlichen der vier untersuchten Rechtsordnungen unter die Vorschriften des Kaufrechts subsumiert. Die gewährleistungsrechtliche Behandlung der Unternehmensmängel gestaltet sich jedoch weniger klar. Diese Tatsache lässt sich dadurch begründen, dass es ausser zum Teil nach US-amerikanischem Recht keine gesetzlichen Bestimmungen gibt, die dem Auseinanderfallen von Kaufgegenstand (Aktien) und mangelbehaftetem Gegenstand (Unternehmensvermögen) gerecht werden. Dem Käufer kommt es im Gewährleistungsfall jedoch auf das hinter der Beteiligung liegende Unternehmen an.

Betrachtet man die jeweilige Judikatur zu dieser Frage, fällt auf dass das ansonsten eher anwendungsbezogene schweizerische Bundesgericht einer sehr formalen Denkweise folgt, indem es die Gleichstellung von Aktien- und Betriebskauf selbst beim Erwerb sämtlicher Anteile ablehnt. Gleiches gilt für den US Supreme Court, welcher der Sale of Business Doctrine bisher nicht gefolgt ist. Vergleichsweise pragmatisch zeigen sich dagegen der deutsche BGH und der österreichische OGH, die jedenfalls beim Kauf (nahezu) sämtlicher Anteile die Anwendung der Sachmängelgewährleistung auf den Aktienkauf zulassen.

Bemerkenswert an der österreichischen Praxis ist, dass nach einem Teil der Lehre selbst dann die für den Betriebskauf anwendbaren Gewährleistungsbestimmungen

⁷⁰⁴ Die Rechtsprechung einzelner Bundesstaaten tendiert allerdings dazu, eine Aufklärungspflicht gestützt auf das Prinzip von Treu und Glauben anzunehmen.

⁷⁰⁵ VOSS, S. 26; BELDI, S. 36 f.

auch für den Aktienkauf gelten, falls nur eine Anteilminderheit erworben wird. Voraussetzung ist aber, dass nach Parteiwille und wirtschaftlichem Zweck des Vertrags ein Unternehmenskauf erfolgt. Die schweizerische Gerichtspraxis zur Gewährleistung beim Aktienkauf wird von der Lehre indes heftig kritisiert. Sie tritt insbesondere beim Kauf sämtlicher Anteile für eine haftungsrechtliche Gleichstellung von Aktien- und Betriebskauf ein und führt dazu auch die deutsche Rechtsprechung an. Grund für die vergleichsweise käuferfreundliche Haftungsregelung nach deutschem Recht ist mitunter die durch die Schuldrechtsmodernisierung eingeführte Verweisung des Rechtskaufs auf das Gewährleistungsrecht des Sachkaufs sowie die weite Auslegung des Beschaffenheitsbegriffs. Dennoch werden die Sachgewährleistungsvorschriften auch nach der Schuldrechtsreform nicht zwingend auf den Aktienkauf angewandt. Vielmehr muss hierfür eine bestimmte Beteiligungshöhe vorliegen, über welche jedoch Uneinigkeit herrscht. Im Vergleich zur Rechtslage nach deutschem Recht zeigt sich die US-amerikanische Rechtsordnung weniger anwendungsbezogen. Mangels gesetzlicher Verankerung von auf Aktienkäufe sinnvoll anwendbarer Implied Warranties weist sie aus Sicht des Käufers nur beschränkte Schutzmechanismen auf. Sie dient vor allem den Interessen des Verkäufers. Nach US-Recht ist es für den Käufer daher zwingend, eine vorgängige Untersuchung des Unternehmens durchzuführen und vertragliche Gewährleistungsabreden zu treffen.

Gemein ist den deutschsprachigen Rechtsordnungen, dass der Käufer auch bei fehlender Anwendbarkeit der Sachgewährleistungsvorschriften auf den Aktienkauf die gesetzliche Möglichkeit hat, einen Unternehmensmangel einzuklagen. In der Schweiz lässt das Bundesgericht die Geltendmachung eines Willensmangels zu, in Deutschland kann der Käufer seinen Anspruch unter Umständen aus einer c.i.c. herleiten, und in Österreich stehen dem Käufer beide vorgenannten Rechtsbehelfe offen. Trotz der unterschiedlichen Ausgestaltung ist jedoch keine der untersuchten Rechtsordnungen konkret genug, um die im zweiten Teil dieser Arbeit noch zu identifizierenden, für einen Aktienkauf typischen Risiken gesetzlich adäquat abzudecken. Insbesondere in der Schweiz und in den USA ist der Käufer gut beraten, eine vertragliche Modifikation der gesetzlichen Gewährleistungsbestimmungen vorzunehmen.

3.2. Vertragliche Allokation

Angesichts der ungenügenden rechtlichen Normierung des Aktienkaufs in den zuvor diskutierten Rechtsordnungen ist es an den Parteien, im Rahmen der Vertragsgestaltung ihr eigenes Gewährleistungsrecht zu schaffen. In der Praxis hat sich denn auch ein weitgehend standardisiertes Gewährleistungs- und Erfüllungsrecht herausgebildet, das die gesetzlichen Rechtsbehelfe praktisch verdrängt hat.⁷⁰⁶

Die vertragliche Zuordnung von Risiken kann gemäss SCHUMACHER als juristisches Risikomanagement bezeichnet werden. Darunter ist das reflektierte und systematische Koordinieren von Risiken durch und bei der Vertragsgestaltung zu verstehen. Indem sich die Parteien gegenseitig informieren, werden die Risiken evaluiert und mittels vertraglicher Bestimmungen aufgeteilt.⁷⁰⁷ Die Interessen der Parteien widersprechen sich dabei insofern, als die Übernahme eines Risikos mit einem ökonomischen Wert verbunden ist bzw. zur Übernahme von Verlusten zwingen kann, falls sich das Risiko materialisiert. Weiter nimmt der Käufer regelmässig an, dass die in der Vergangenheit begründeten Risiken Korrelat der Erträge waren, die dem Verkäufer in dieser Zeit zugeflossen sind, und die betreffenden finanziellen Auswirkungen entsprechend vom Verkäufer zu tragen sind. Der Verkäufer sieht sie hingegen häufig als Teil des Unternehmensrisikos, das der Käufer zusammen mit den Chancen, die das Unternehmen beinhaltet, übernimmt. Es gilt anhand des juristischen Risikomanagements zwischen diesen beiden entgegengesetzten Positionen einen Kompromiss herbeizuführen.⁷⁰⁸

In der Praxis zeigt sich allerdings, dass die Ausgestaltung und der Umfang der vertraglichen Haftungsmechanismen hauptsächlich von der Verhandlungsmacht der stärkeren Partei bestimmt werden.

⁷⁰⁶ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 101 zu § 4.

⁷⁰⁷ SCHUMACHER, S. 431.

⁷⁰⁸ MORSCHER, Kauf von Versicherungen, S. 85; M. MEYER, S. 194 f.

3.3. Allokation und Kaufpreis

Die Frage nach der Risikozuordnung kann aufgrund ihrer zuvor beschriebenen finanziellen Dimension nicht unabhängig vom Kaufpreis bestimmt werden. Wird vertraglich von der gesetzlichen Risikoallokation abgewichen und übernimmt eine Partei willentlich mehr Risiken, hat dies regelmässig insofern Auswirkungen auf den Kaufpreis, als zur Abgeltung der Risikoübernahme eine "Versicherungsprämie" hinzutritt. Je höher die Risiken sind, die der Verkäufer gewillt ist zu übernehmen, desto höher fällt der Kaufpreis für den Käufer aus. Umgekehrt wird der Kaufpreis in der Regel tiefer anzusetzen sein, wenn der Käufer bewusst mehr Risiken eingeht als gemeinhin vorgesehen.⁷⁰⁹ Er wird einer Verschiebung der Risikozuordnung für ein bestimmtes, erhöhtes Risiko folglich nur zustimmen, wenn der Verkäufer ihm dafür einen gewissen Abschlag einräumt.⁷¹⁰ Die Höhe der Reduktion wird dabei vom Ausmass des betreffenden Risikos abhängig sein, für welches die Haftung ausgeschlossen wird. Demzufolge hat jede Gewährleistungszusage und jeder Gewährleistungsausschluss einen Preis, der davon abhängig ist, mit welcher Wahrscheinlichkeit der Käufer bzw. der Verkäufer den Risikoeintritt erwartet.⁷¹¹ Besonders wichtig ist eine solche Kaufpreisreduktion in Situationen, in denen der Verkäufer keinerlei Haftung übernimmt, da sich der Käufer dann nur durch diesen Abzug im Kaufpreis absichern kann. Zu einer solchen Situation kommt es beispielsweise, wenn der Käufer ein Unternehmen aus einer Konkurs- oder Nachlassmasse erwirbt.⁷¹²

Gewährt der Verkäufer dem Kaufinteressenten nur eine beschränkte Due Dilligence, wird sich dies meistens ebenfalls auf den Kaufpreis auswirken. Kann sich der Käufer vorab nämlich kein umfassendes Bild der mit dem Unternehmen verbundenen Risiken verschaffen, wird er eher einen Risikoabschlag in sein Kaufpreisangebot einkalkulieren, d.h. dieses entsprechend tiefer ansetzen.⁷¹³

⁷⁰⁹ SCHENKER, Risikoallokation, S. 244.

⁷¹⁰ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 98.

⁷¹¹ WITTMANN, S. 40.

⁷¹² SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 304 f.

⁷¹³ MEIER, S. 90.

Ebenso kann sich die Wahl der Zahlungsart auf den Kaufpreis auswirken. Erfolgt die Kaufpreiszahlung etwa mittels Aktien im Rahmen eines Aktientauschs⁷¹⁴ oder gemischten Angebots⁷¹⁵, wird sich das Risiko für den Verkäufer in der Regel erhöhen und damit auch der geforderte Kaufpreis.⁷¹⁶

Anzumerken ist, dass obige Überlegungen zum Partieverhalten auf ökonomischen Annahmen basieren. Es wird vom idealtypischen Modell des *homo oeconomicus*⁷¹⁷ ausgegangen, der seinen Nutzen maximieren will. In der Praxis wird das Verhalten der Parteien regelmässig weniger rational ausfallen.

3.4. Allokation als Teilphase des rechtlichen Risikomanagement-Prozesses

a. Vorbemerkung

Wie in Kapitel I.E.3.2 gesehen, kann die vertragliche Zuordnung von Risiken als ein Element des rechtlichen Risikomanagements bezeichnet werden.

Nachstehend folgt eine Übersicht über den Risikomanagement-Prozess. Dabei werden die für die vorliegende Arbeit wesentlichen Teilphasen der Identifikation und Bewertung von Risiken aus der zweiten Prozessphase herausgegriffen und näher untersucht.

⁷¹⁴ Vgl. Kap. I.C.6.1.

⁷¹⁵ Vgl. Kap. I.C.6.1.

⁷¹⁶ SIMONOVIC, S. 48.

⁷¹⁷ Der lateinische Begriff *homo oeconomicus* bedeutet *Wirtschaftsmensch*. Das Menschenbild des *homo oeconomicus* entstammt den Wirtschaftswissenschaften und steht für das theoretische Modell eines Nutzenmaximierers, der in seiner Entscheidungsfindung eine klare Präferenzordnung aller möglichen Optionen bildet und sich rational für die gemäss seinen Präferenzen beste ökonomische Option entscheidet. GRÜNIG LAURA MARINA, Der Konsument als *homo oeconomicus*?, in: recht 2016, S. 14 ff.

b. Übersicht über den Risikomanagement-Prozess

Nach HALLER geht es beim Risikomanagement um das Gestalten, Lenken und Entwickeln zielorientierter Systeme unter der Verwirklichung von Chancen und der Bewältigung von Störungen. Damit ist das Risikomanagement stets handlungsbezogen. Für das effektive Managen der Risiken werden ein systematisches Vorgehen und der Einsatz geeigneter Instrumente verlangt. Der klassische Risikomanagement-Prozess gliedert sich in drei Phasen, (i) die Klärung von Erwartungen, (ii) die Analyse der Risikolage und (iii) die Realisation von Massnahmen.⁷¹⁸

Für die erste Phase wird eine generelle Risikobereitschaft vorausgesetzt. Zwar will man Risiken eingehen, jedoch möglichst nur in Fällen, in denen man sich ein lohnendes Erfolgspotenzial verspricht und keine anderweitig bessere Lösung ersichtlich ist. Das Risikomanagement orientiert sich folglich nicht ausschliesslich an Sicherheit bzw. Gefahrenlosigkeit, sondern an einer Bilanz möglicher Einflussgrössen. Daneben werden zahlreiche Risiken mitunter deshalb eingegangen, weil die zugrunde liegenden Voraussetzungen unbekannt oder nicht wahrnehmbar sind.⁷¹⁹ Bezogen auf den Aktienkauf bedeutet diese erste Phase, dass sich der Käufer hinsichtlich des Zielunternehmens fragen muss, welche damit verbundenen Unsicherheiten er (bewusst) auf sich nehmen will und wo die Grenzen der Tragbarkeit für ihn liegen.⁷²⁰ Er hat sich folglich seiner Risikoneigung und Risikotoleranz klar zu werden.

In der zweiten Phase, derjenigen der Analyse der Risikolage, werden die Risiken identifiziert, gemessen und bewertet. Zentrales Anliegen ist die Identifikation der "richtigen" Risiken mit ihrer entsprechenden Relevanz. In der Betriebswirtschaftslehre hat sich die Abbildung des Risikoanalyse-Ergebnisses in einer sog. «Risk Map» (Risikomatrix) etabliert. Darin werden die identifizierten Risiken nach Eintrittswahrscheinlichkeit und Auswirkung geordnet. Dadurch lassen sich Rückschlüsse auf das Chancen- und Gefährdungspotenzial der einzelnen Risiken ziehen

⁷¹⁸ HALLER, Risikomanagement, S. 165 f.

⁷¹⁹ HALLER, Risikomanagement, S. 166 f.

⁷²⁰ Vgl. STAUB, S. 125, in Bezug auf die Business Judgement Rule.

und anhand ihrer Position innerhalb der Matrix die Relevanz ablesen. Die Risikoposition dient als Basis für die weitere Risikobewertung.⁷²¹ Hinsichtlich des Aktienkaufs bedeutet diese zweite Phase die Durchführung einer Due Diligence, welche idealerweise systematisch und professionell mögliche Risiken aufspürt. Die Ergebnisse werden nicht in einer Risk Map, sondern im Due Diligence Report⁷²² festgehalten, der alle nennenswerten Resultate der einzelnen Prüfungen und eine diesbezügliche Analyse enthält.⁷²³

In der dritten Phase, in welcher mögliche Massnahmen im Umgang mit den identifizierten Risiken realisiert werden, entscheidet erneut die Risikobereitschaft darüber, welche Strategie konkret ergriffen wird.⁷²⁴ Beim Entscheid für eine der Massnahmen ist sicherzustellen, dass diese mit der zuvor festgelegten Risikoneigung und Risikotoleranz übereinstimmt.⁷²⁵ In Bezug auf den Aktienkauf bedeutet diese dritte Phase, dass sich die Parteien entscheiden müssen, ob sie die Risiken akzeptieren und selber tragen oder eher vermeiden wollen, indem sie die Transaktion beispielsweise abbrechen. Alternativ besteht für den Verkäufer die Möglichkeit, die Risikoübernahme zeitlich und quantitativ zu begrenzen. Als vierte Bewältigungsmassnahme können die Risiken unter Bezahlung einer Risikoprämie⁷²⁶ auch auf die Gegenpartei oder einen Dritten, z.B. eine Versicherung, transferiert werden.

⁷²¹ HALLER, Risikomanagement, S. 167 ff.

⁷²² Nach Abschluss der Due Diligence Prüfung und Auswertung der betreffenden Ergebnisse liefern die jeweiligen Beraterteams ihre Berichte ab. Diese werden für den Käufer zu einem Due Diligence Report konsolidiert und verschaffen ihm so eine Gesamtübersicht über die vorhandenen Risiken. HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 343.

⁷²³ MEIER, S. 138.

⁷²⁴ HALLER, Risikomanagement, S. 171.

⁷²⁵ Vgl. STAUB, S. 131.

⁷²⁶ Vgl. Kap. I.E.3.3.

c. Risikoidentifikation

(1) Allgemeines und Due Diligence

Um die Risiken managen zu können, ist zunächst eine angemessene Informationslage herzustellen. Das Identifizieren von Risiken erweist sich bei Aktienkäufen jedoch insofern als komplex, als ein Unternehmen und die Transaktion an sich von einer Fülle vernetzter, unterschiedlicher Einflussfaktoren mit zirkulären, positiven wie negativen Rückkopplungen beeinflusst werden. Die Risiken sind den Parteien zum Teil unbekannt, werden nur vage vermutet oder gar verdrängt. Die Risikoidentifikation setzt folglich ein gewisses Bewusstsein für die betreffenden Risiken und das Entwickeln eines diesbezüglichen Verständnisses voraus.⁷²⁷ Dem Aktienkäufer stehen hierfür im Rahmen der Due Diligence meistens zahlreiche Berater zur Seite. Sie sollten in der Lage sein, nicht nur jene Risiken zu identifizieren, die sich beispielsweise aus den bereitgestellten Dokumenten ergeben, sondern auch erkennen, welche allfällig zu interessierenden Dokumente und Informationen noch fehlen.⁷²⁸ Ziel der Due Diligence ist es, durch eine detaillierte Untersuchung des Unternehmens das Informationsdefizit des Käufers gegenüber dem Verkäufer abzubauen und eine Übersicht über die (bestehenden) Risiken zu schaffen.⁷²⁹ Wo innerhalb des Unternehmens nach Risiken gesucht wird, ist vom Käufer und seinen Zielvorstellungen abhängig.⁷³⁰

Die erforderliche Sorgfalt in dieser Phase setzt ein systematisches Vorgehen voraus. Die klassische Risikomanagement-Lehre greift hierfür auf das Denken in Risikokategorien und die verschiedenen Sphären zurück, in denen sich ein Unternehmen bewegt. Diese Systematik kann auch für die Identifikation von Risiken bei Aktienkäufen nützlich sein. Allerdings ist die Sphärenoptik insofern zu bean-

⁷²⁷ SCHUMACHER, S. 432; STAUB, S. 126.

⁷²⁸ HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 336.

⁷²⁹ SCHENKER, Vendor Due Diligence, S. 241.

⁷³⁰ BENKERT/POGGENSEE, S. 679.

standen, als es ihr an der Aussensicht, d.h. der Berücksichtigung der Aussenbeziehungen des Unternehmens, fehlt. Eine systematische Risikoidentifikation verlangt folglich eine um die Aussenbeziehungen erweiterte Prozesssicht.⁷³¹ Die Identifikation sollte jedoch stets verhältnismässig erfolgen. Dies gilt auch für Aktienkäufe, denn nicht jedes Risiko ist vollzugsrelevant.

(2) Checklisten

Ein bedeutsames Hilfsinstrument zur Identifikation von Risiken im Rahmen einer Due Diligence sind Checklisten. Sie enthalten Vorgaben zu den einzelnen Prüfungsbereichen und den vorzunehmenden Prüfungshandlungen. Die Arbeit mit Checklisten ermöglicht es, sich auf die wesentlichen Aspekte zu konzentrieren, ohne Wichtiges zu übersehen. Die Prüfer sollten jedoch nicht auf vorgefertigte bzw. standardisierte Checklisten zurückgreifen, sondern diese den betreffenden Verhältnissen, etwa der Unternehmensbranche oder den Bedürfnissen des Käufers, anpassen. Bei der Verwendung von Checklisten besteht aufgrund des Zeitdrucks zudem die Gefahr, dass einzelne Punkte unbedacht abgehakt oder nur oberflächlich geprüft werden.⁷³²

(3) Management-Interviews

Das Durchführen von Management-Interviews verschafft den Beratern Zugang zu Hintergrundinformationen und damit einen besseren Einblick in das Unternehmen. Nicht selten werden wichtige Risiken erst in den Interviews erkennbar. Es empfiehlt sich, bereits zu Beginn des Due Diligence Prozesses Management-Interviews durchzuführen und sie danach kontinuierlich weiterzuführen. Die Berater werden aufgrund des aus dem Datenraum gewonnenen Wissens fortlaufend besser in der Lage sein, gezielte Fragen zu stellen. Weiter sind Management-Interviews

⁷³¹ STAUB, S. 126 f.

⁷³² MEIER, S. 136 ff.

aus Sicht des Käufers insofern vorteilhaft, als die erlangten Zusatzinformationen gemäss Kaufvertrag oftmals nicht als offengelegt gelten und der Verkäufer hierfür weiter einzustehen hat.⁷³³

d. Risikobewertung

Sind die relevanten Risiken identifiziert und im Idealfall kategorisiert⁷³⁴ worden, gilt es sie in einem nächsten Schritt anhand objektiver Erfahrungswerte qualitativ und quantitativ zu bewerten.⁷³⁵

Die Risikobewertung⁷³⁶ erfolgt bei Aktienkäufen im Due Diligence Report.⁷³⁷ Zu komplexen Rechtsfragen enthält der Due Diligence Report jedoch keine abschliessenden Analysen. Meist ist dies aufgrund der vorhandenen Informationen, des Zeitdrucks sowie des gewünschten Formats des Reports weder möglich noch sinnvoll.⁷³⁸ Für den Käufer ist es aber von Nutzen, wenn der Bericht keine rein deskriptiven Sachverhaltsdarstellungen enthält, sondern eine inhaltliche Beurteilung der Prüfungsbereiche erfolgt.⁷³⁹

Die Bewertung der Risiken sollte sich grundsätzlich an den Kriterien der Eintrittswahrscheinlichkeit und des Schadenpotenzials orientieren und damit zweidimensional erfolgen. Da es bei Aktienkäufen aber meistens an historischen Daten fehlt, anhand derer sich die Eintrittswahrscheinlichkeit spezifischer Risiken abschätzen liesse, ist die objektive Erfassung dieser ersten Dimension schwierig. Der Aktienkäufer bzw. sein Berater wird sich deshalb oftmals gezwungen sehen, den Eintritt

⁷³³ HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 336.

⁷³⁴ Vgl. hierzu die Ausführungen im zweiten Teil dieser Arbeit, weshalb im vorliegenden Kapitel nicht näher auf die Kategorisierung eingegangen wird.

⁷³⁵ STAUB, S. 128; SCHUMACHER, S. 437.

⁷³⁶ Die nachfolgenden Ausführungen sind theoretischer Natur. In der Praxis erfolgt die Bewertung aufgrund des immensen Zeitdrucks, der bei Aktienkaufprozessen häufig herrscht, gerade im Bereich der Legal Due Diligence vergleichsweise wenig quantitativ.

⁷³⁷ MEIER, S. 138.

⁷³⁸ WOLF, S. 134.

⁷³⁹ S. MEYER, S. 70.

historisch nicht belegter Risiken nach bestem Wissen zu beurteilen. Eintrittswahrscheinlichkeit und Schadenpotenzial lassen sich je einzeln und zusammen abschätzen. Da eine exakte Risikovorhersage faktisch unmöglich ist, tritt ein Schätzungsrisiko hinzu.⁷⁴⁰

Die Risiken sind in einem zweiten Schritt auf subjektiver Ebene, vorliegend aus Sicht des Aktienkäufers, zu bewerten, da die individuelle Situation Aufschluss über die Risikokapazität geben kann. Die Risikokapazität ist definiert als das maximale Risikoniveau, das der Käufer auch unter aussergewöhnlichen Umständen zu tragen vermag. Ein gefestigter Käufer kann Risiken eher verkraften und mag daher allenfalls risikofreudiger sein als einer, der sich durch den Risikoeintritt existenziell gefährdet sieht.⁷⁴¹

e. Risikoentscheid

(1) Allgemeines

Basierend auf der Risikobewertung ist zu entscheiden, wie die identifizierten Risiken konkret zu handhaben sind. Das Risikomanagement sieht hierfür die Akzeptanz, Vermeidung, Reduktion oder Übertragung des Risikos als mögliche Vorgehensweisen vor.⁷⁴² Die vorgenannten vier Möglichkeiten können sich zum Teil auch überschneiden oder kombiniert angewandt werden.⁷⁴³

Entscheidungsgrundlage für die Risikostrategie bilden im vorliegend untersuchten Zusammenhang die sog. «Findings» bzw. die Ergebnisse des Due Diligence Reports. Der Report enthält typischerweise auch Lösungsvorschläge und Empfehlungen, wie mit den Risiken umzugehen ist.⁷⁴⁴

Nachstehend folgt eine Übersicht der oben genannten Risikostrategien.

⁷⁴⁰ STAUB, S. 128; SCHUMACHER, S. 437 f.

⁷⁴¹ SCHUMACHER, S. 439 f.

⁷⁴² HALLER, Eckpunkte, S. 31.

⁷⁴³ SCHUMACHER, S. 439 f.

⁷⁴⁴ MEIER, S. 138 (FN 660), 139.

(2) Akzeptanz

Erweisen sich die potenziellen Nachteile eines identifizierten Risikos als gering, wird es in der Regel eingegangen. Das Akzeptieren und entsprechende Selbertragen erfolgt jedoch selten in Form eines bewussten Eingehens. Viel häufiger werden Risiken unbewusst eingegangen. Wird die Akzeptanz jedoch willentlich als Vorgehensweise gewählt, kommen ihr zwei Aspekte zu: (i) die Risikobereitschaft, welche definiert, inwieweit man bewusst ein Risiko auf sich nimmt und bereit ist, allfällige Folgewirkungen zu tragen, und (ii) die finanziellen Rückstellungen, die bei der aktiven Übernahme von Risiken getätigt werden müssen, um sie selbständig bewältigen zu können.⁷⁴⁵

Als Gegenleistung für die Akzeptanz eines Risikos bzw. einer risikobehafteten Leistung wird der Käufer oftmals versuchen, einen tieferen Kaufpreis durchzusetzen.⁷⁴⁶ Das Wissen um die Chance einer möglichen Kaufpreisprämie kann somit dazu beitragen, ein Risiko bewusst selber zu tragen. Wählt der Käufer hingegen die nachfolgend beschriebene Risikovermeidungsstrategie, verhält es sich in der Regel gerade umgekehrt. Es besteht die Möglichkeit, dass er einen um die Risikoprämie erhöhten Kaufpreis bezahlt.⁷⁴⁷

(3) Vermeidung

Die Risikovermeidung bedeutet, einen (Teil-)Verzicht auf die Erfüllung von gewissen Erwartungen auszuüben oder die Rechtsfolgen, die mit einem Risikoeintritt verbunden sind zu verhindern.⁷⁴⁸

Das Vermeiden von Nachteilen, die durch ein Risiko ausgelöst werden, setzt Massnahmen am Risiko-Entstehungspunkt voraus. Dies kann z.B. erreicht werden, indem es die betreffende Partei unterlässt, bestimmte Informationen abzugeben oder

⁷⁴⁵ HALLER, Eckpunkte, S. 32.

⁷⁴⁶ Vgl. hierzu Kap. I.E.3.3.

⁷⁴⁷ SCHUMACHER, S. 441.

⁷⁴⁸ HALLER, Risikomanagement, S. 171.

einzelne Verpflichtungen einzugehen, die mit dem Risiko einer Haftung für falsche Informationen oder für eine Schlechterfüllung verbunden sind. Die gänzliche Risikovermeidung besteht im Verzicht auf den Abschluss des Vertrags selbst oder unter Umständen im Ausweichen auf einen Asset Deal.⁷⁴⁹

(4) Reduktion

Die Risikoreduktion dient der Herabsetzung von Störungsauswirkungen.⁷⁵⁰ Sie ist eine flexiblere Strategie als die beiden erstgenannten. Ihr kommt in der Vertragspraxis ein entsprechend höherer Stellenwert zu. Zwar bedingt sie die Akzeptanz des Risikos, doch werden gleichzeitig Kontrollmechanismen implementiert, um die Folgen des Risikoeintritts herabzusetzen.⁷⁵¹

Die Risikoreduktion findet sich in Aktienkaufverträgen etwa in der Verjährung von Gewährleistungsansprüchen, in vertraglich statuierten Haftungsbegrenzungen oder in Massnahmen zur Strukturierung der übernehmenden Gesellschaft.

(5) Allokation

Als vierte Bewältigungsmassnahme können die Risiken der Gegenpartei oder einem Dritten zugeordnet werden. Die Übertragung erfolgt entweder mittels eines Vertrags (sog. «non-Insurance Risk-Transfer») oder eines Versicherungsabschlusses (sog. «Insurance Risk-Transfer»). Bei der Versicherungsnahme werden aus unberechenbaren Kosten kalkulierbare Kosten. Die vertragliche Übertragung auf die Gegenpartei empfiehlt sich hingegen, falls das Risiko von dieser günstiger getragen werden kann. Der Transfer von Risiken ist nebst der gänzlichen Vermeidung zweifelsohne die sicherste, zugleich aber auch die teuerste Risikobewältigungsmassnahme.⁷⁵²

⁷⁴⁹ SCHUMACHER, S. 441 f.

⁷⁵⁰ HALLER, Risikomanagement, S. 171.

⁷⁵¹ HALLER, Eckpunkte, S. 31.

⁷⁵² SCHUMACHER, S. 443 f.; HALLER, Eckpunkte, S. 32.

Die vertragliche Risikoaufteilung bei Aktienkaufverträgen wird dem Thema der vorliegenden Arbeit entsprechend ausführlich im dritten Teil dieser Studie behandelt.

F. Kritische Würdigung

Die vorangehenden Ausführungen haben gezeigt, dass der Aktienkauf in sämtlichen der untersuchten Rechtsordnungen keinen spezifisch auf den Aktienkauf zugeschnittenen gesetzlichen Bestimmungen unterliegt. Dies stellt den Käufer insbesondere in Bezug auf die haftungsrechtlichen Ansprüche vor Probleme. Namentlich die Jurisdiktionen der Schweiz und der USA gehen auch bei einem vollständigen Beteiligungserwerb von einem Auseinanderfallen des Kaufgegenstands⁷⁵³ und des mangelbehafteten Gegenstands⁷⁵⁴ aus. Zwar halten die Rechtsordnungen der Schweiz, Deutschlands und Österreichs gesetzliche Möglichkeiten bereit, um bei Vorliegen eines Aktienkaufs mit Unternehmensmängeln umzugehen, doch erweisen sich diese als wenig sachgerecht. Sie genügen den Sicherungsansprüchen des Käufers in der Regel kaum. Auch fällt die Rechtsprechung auf diesem Gebiet einzelfallgerecht aus.

Da die Parteien im wirtschaftlichen Verkehr jedoch dringend auf Rechtssicherheit angewiesen sind, empfiehlt es sich, die gesetzliche Haftung durch eigene Bestimmungen zu ersetzen. Hier gelangt die Vertragsgestaltung als juristisches Risikomanagement zur Anwendung. Es bezweckt den reflektierten und systematischen Umgang mit Risiken. Mögliche Unsicherheiten sind je nach Risikokapazität und Risikoneigung der betreffenden Parteien einzugehen, zu vermeiden, herabzusetzen oder auf die Gegenpartei oder eine Versicherung zu transferieren.

Vorab gilt es, die möglichen Risiken anhand einer zielgerichteten Due Diligence zu identifizieren und zu evaluieren. Der Due Diligence kommt in diesem Zusammenhang aber nicht nur eine Gewährleistungs- und Risikoermittlungsfunktion zu. Sie dient auch der Behebung einer potenziellen Informationsasymmetrie zwischen den Parteien, der Preisbestimmung, Beweissicherung und weiteren Planung des Transaktionsprozesses.

⁷⁵³ Die Aktien.

⁷⁵⁴ Die Vermögenswerte eines Unternehmens.

II. Kategorisierung und Identifikation rechtlicher Vollzugsrisiken

A. Kategorisierung

1. Allgemeines

Die Risikomanagement-Lehre greift zur zielgerichteten Identifikation von Risiken auf das Denken in Risikokategorien zurück, wobei die Kategorisierung nach unterschiedlichen Kriterien erfolgen kann. Die Gliederung der Risiken ist aber auch für das weitere Risikomanagement, insbesondere die Risikobewertung und den Risikoentscheid, bedeutsam. Bestimmte Risikokategorien können typisch für einzelne Vertragstypen sein. Sie verlangen oftmals gleiche oder gleichartige Massnahmen.⁷⁵⁵

Zur Identifikation von Vollzugsrisiken⁷⁵⁶ erweist sich die Gliederung in die nachfolgend dargestellten Risikokategorien als zweckmässig. Die erste allgemeine Unterscheidung in *Aktions-* und *Bedingungsrisiken* beruht auf dem Kriterium der Ursache des Risikos. Die zweite Kategorisierung in *rechtliche* und *andere* Risiken hat ihren Grund im rechtlichen Einfluss bzw. juristischen Umgang mit den Folgen des Risikoeintritts.⁷⁵⁷ Des Weiteren können die Risiken nach ihrem Schadenpotenzial differenziert werden. Wird der Vollzug durch den Risikoeintritt verhindert, ist eine solche Situation als *direktes* Risiko zu bezeichnen. Die den Vollzug lediglich erschwerenden oder verteuernenden Risiken fallen in die Kategorie der *indirekten* Risiken. Letztere lassen sich je nach Auswirkung auf den Unternehmenswert in *Wert-* und *Kostenrisiken* unterteilen. Zusätzlich können die direkten und indirekten Risiken ihrer Rechtsnatur nach in *privat-* und *öffentlich-rechtliche* Risiken gegliedert werden.

⁷⁵⁵ SCHUMACHER, S. 433.

⁷⁵⁶ Vgl. zum Begriff die Definition in Kap. I.E.2.

⁷⁵⁷ SCHUMACHER, S. 433.

2. Aktions- und Bedingungsrisiken

2.1. Aktionsrisiken

Aktionsrisiken sind dadurch gekennzeichnet, dass bewusst gesetzte und in der Regel auch ausformulierte Ergebnisse den Zielerreichungsprozess klar vorgeben. Bei Aktionsrisiken besteht das Risiko darin, dass diese konkret definierten und angestrebten Ziele infolge von Störprozessen nicht erreicht werden können.⁷⁵⁸

Für die vorliegende Arbeit wird unter einem Aktionsrisiko das Risiko im Handlungsbereich einer der Vertragsparteien verstanden. Dabei ist zwischen dem eigenen Partieverhalten und dem Verhalten der Gegenpartei zu unterscheiden. Während das eigene Partieverhalten beeinflusst werden kann, ist nicht auszuschliessen, dass die Gegenpartei ihre Leistung, zu welcher sie sich verpflichtet hat, nicht vertragsgemäss erbringt, sei dies gar nicht, mangelhaft, mit Verspätung, zu höheren als den vereinbarten Kosten oder aus anderen Gründen. Aber auch in Bezug auf das eigene Verhalten ist davon auszugehen, dass die eigenen Handlungen mitunter falsch beurteilt werden. Mögliche Gründe hierfür sind fehlende Erfahrung, (un-)bewusstes Verdrängen oder fehlerhaftes Interpretieren von Informationen. Schliesslich ist auch das Verhalten von Hilfspersonen wie Arbeitnehmern, Beauftragten oder Subunternehmern dem jeweiligen Partieverhalten anzurechnen.⁷⁵⁹

2.2. Bedingungsrisiken

Während Aktionsrisiken bewusst eingegangen werden, sind Bedingungsrisiken nur beschränkt steuerbar. Sie äussern sich in einer Verletzung von Rahmenbedingungen.⁷⁶⁰ Bedingungsrisiken können sich etwa aus staatlichen, ökologischen oder sozialen Veränderungen ergeben, wie Gesetzesrevisionen, Umweltkatastrophen

⁷⁵⁸ HALLER, Risikomanagement, S. 160.

⁷⁵⁹ SCHUMACHER, S. 434; KAUFMANN, S. 315 f.

⁷⁶⁰ HALLER, Security, S. 7.

oder gesellschaftlichen Trends.⁷⁶¹ Entsprechend liegen sie nicht im Einflussbereich der Parteien bzw. demjenigen ihrer Hilfspersonen und können nur begrenzt abgesichert werden.⁷⁶²

Die Unterscheidung in Aktions- und Bedingungsrisiken beansprucht jedoch nicht, dass das jeweilige Risiko dauerhaft der einen oder der anderen Kategorie zugehörig sein muss. Vielmehr sind die betreffenden Rahmenbedingungen den Parteien bewusst zu machen und in den Entscheidungsablauf miteinzubeziehen. Bedingungsrisiken können so im Idealfall in Aktionsrisiken überführt werden.⁷⁶³ Die Umwandlung eines Bedingungsrisikos in ein Aktionsrisiko lässt sich am Beispiel eines Schadenersatzprozesses darstellen: Warten die Parteien den Ausgang des Verfahrens ab, liegt das Ergebnis im Ermessensspielraum der Gerichte, die Parteien können keinen direkten Einfluss auf den Verfahrensausgang nehmen (Bedingungsrisiko). Streben die Parteien hingegen den Abschluss eines Vergleichs an und gelingt ihnen dieser auch, wird der Verfahrensausgang für sie direkt beeinflussbar und stimmt idealerweise mit ihren Erwartungen überein (Aktionsrisiko).

3. Rechtliche und andere Risiken

3.1. Rechtliche Risiken

Vollzugsrisiken können des Weiteren in rechtliche und andere Risiken unterteilt werden. Gemäss STAUB bestehen rechtliche Risiken in der Möglichkeit, dass sich eine Aktivität oder eine Exposition des Unternehmens wegen eines Einflusses, der ganz oder teilweise rechtlicher Natur ist, oder wegen einer Konsequenz, die ganz oder teilweise rechtlicher Natur ist, auf den Unternehmenswert auswirkt.⁷⁶⁴

Für die vorliegende Arbeit sind unter rechtlichen Risiken insbesondere die Rechtsfolgen eines Risikoeintritts zu verstehen, die von der Rechtsordnung dahingehend

⁷⁶¹ SCHUMACHER, S. 435.

⁷⁶² HALLER, Theoretische Überlegungen, S. 29.

⁷⁶³ HALLER, Eckpunkte, S. 20.

⁷⁶⁴ STAUB, S. 126; STAUB/ALLENSPACH, S. 11.

geregelt sind, dass sie sich für das betroffene Unternehmen oder die betreffende Partei nachteilig auswirken.

3.2. Andere Risiken

Unter den Begriff der anderen Risiken fallen jene Ereignisse, deren Einfluss nicht juristisch ist oder die keine rechtlichen Konsequenzen haben. Sie werden im vorliegend diskutierten Zusammenhang nicht im Rahmen der rechtlichen, sondern der operativen und finanziellen Due Diligence analysiert. Als Beispiele lassen sich das Zinsänderungs-, Aktienkurs-, oder Wechselkursrisiko anführen.

Um dem Thema der vorliegenden Arbeit gerecht zu werden, bilden ausschliesslich die *rechtlichen* Vollzugsrisiken den Gegenstand der weiteren Untersuchungen.

4. Direkte und indirekte Risiken

4.1. Direkte Risiken

Der Eintritt eines direkten Risikos führt bei einem Aktienkauf dazu, dass der Kaufvertrag nicht vollzogen werden kann. Sei es, weil zumindest eine der Parteien den Aktienkauf subjektiv als nicht mehr zweckmässig erachtet (sog. «Deal Breaker»⁷⁶⁵), oder die Durchführung aus objektiven Gründen unmöglich geworden ist. Da subjektive Deal Breaker vom jeweiligen Parteiinteresse abhängen, ist es schwierig, sie generell abzubilden. Ein Risiko, das für eine oder beide Parteien einen Deal Breaker darstellt, sollte in den Vertragsverhandlungen jedoch möglichst frühzeitig thematisiert werden.⁷⁶⁶

⁷⁶⁵ Unter dem Begriff *Deal Breaker* ist der Eintritt eines Ereignisses zu verstehen, das sich für die betreffende(n) Partei(en) als derart gravierend oder nicht quantifizierbar erweist, dass die Transaktion abgebrochen wird. CANEPA, S. 21.

⁷⁶⁶ M. MEYER, S. 45 f.

Die direkten Risiken können in privatrechtliche und öffentlich-rechtliche Risiken unterteilt werden. Unter erstere sind die Verletzungen von zwingenden privatrechtlichen Gesetzesbestimmungen zu subsumieren, die ein Scheitern des Vollzugs bewirken. Bedeutsamer als die privatrechtlichen Risiken sind im vorliegend untersuchten Zusammenhang jedoch die öffentlich-rechtlichen Risiken. Sie ergeben sich aus jenen öffentlich-rechtlichen Normen, die infolge einer fehlenden Bewilligung oder Zulassung der jeweiligen Aufsichtsbehörde⁷⁶⁷ den Nichtvollzug des Unternehmenskaufs vorsehen.⁷⁶⁸

4.2. Indirekte Risiken

Im Gegensatz zu den direkten Risiken verhindern die indirekten Risiken den Vollzug des Aktienkaufvertrags nicht. Sie verteuern die Transaktion jedoch aufgrund der auf sie anfallenden Kosten oder der Auswirkungen auf den Wert des Unternehmens.⁷⁶⁹ Die indirekten Risiken können folglich in Wert- und Kostenrisiken unterteilt werden.

Wertrisiken sind Ereignisse, die dazu führen, dass der tatsächliche und der erwartete Unternehmenswert negativ voneinander abweichen. Vorliegend lässt sich das Wertrisiko des Käufers an folgendem Beispiel illustrieren: Wird dem Unternehmen ein bestimmtes Patentrecht nicht erteilt, obwohl sich der Käufer darauf verlassen hat, fallen aus Sicht des Käufers der tatsächliche und der erwartete Unternehmenswert auseinander. Wertrisiken können aber auch nachträglich entstehen, beispielsweise wenn das Unternehmen im Nachgang an die Vertragsunterzeichnung tiefere Erträge erwirtschaftet als erwartet.⁷⁷⁰ Fallen hingegen infolge des Ein-

⁷⁶⁷ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. II.B.9. und 10.

⁷⁶⁸ WATTER/SCHNELLER, S. 225 f.; M. MEYER, S. 69.

⁷⁶⁹ WATTER/SCHNELLER, S. 226.

⁷⁷⁰ SCHENKER, Risikoallokation, S. 240.

tritts eines Ereignisses zusätzliche Kosten an, wird dies als Kostenrisiko bezeichnet.⁷⁷¹ Kostenrisiken ergeben sich beispielsweise aus der Verwicklung des Zielunternehmens in ein juristisches Verfahren mit entsprechender Ressourcenbindung. Weiter können die indirekten Risiken gleich wie die direkten Risiken ihrer Rechtsnatur nach in privatrechtliche und öffentlich-rechtliche Risiken unterteilt werden. In Bezug auf letztere ist festzuhalten, dass sie im Vergleich zu den direkten öffentlich-rechtlichen Risiken (lediglich) ein vorläufiges Vollzugsverbot oder behördliche Auflagen zur Folge haben. Sie lassen sich durch die Erfüllung der betreffenden Vorgaben oder Auflagen beseitigen.⁷⁷²

⁷⁷¹ M. MEYER, S. 46.

⁷⁷² WATTER/SCHNELLER, S. 231; M. MEYER, S. 77.

5. Grafische Übersicht

Nachstehend folgt eine Abbildung der für den weiteren Verlauf dieser Arbeit verwendeten Risikokategorien.

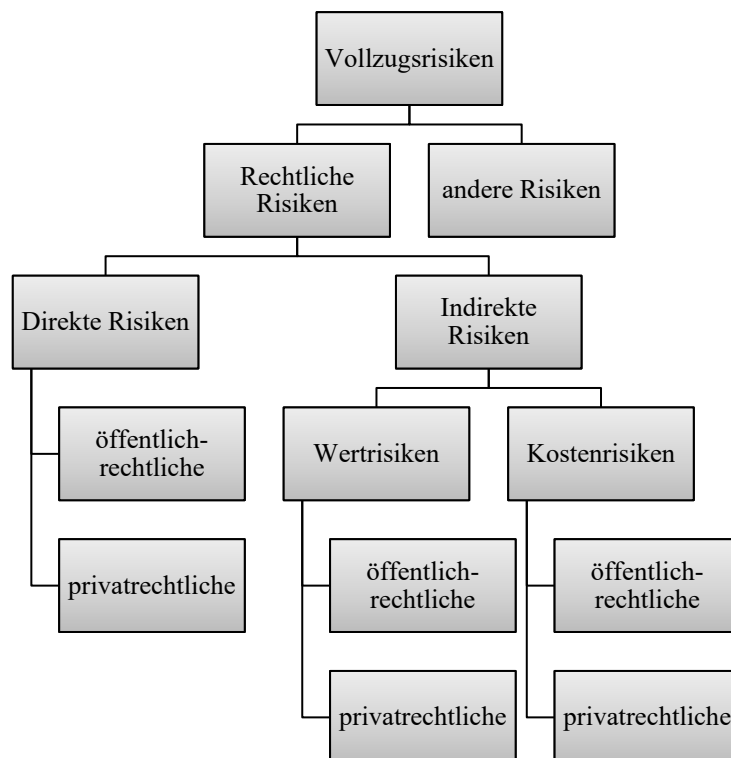


Abb. 2: Gliederung der Vollzugsrisiken in rechtliche und andere Risiken.

B. Identifikation

1. Vorbemerkung

Wie in Kap. II.A.3.2. erläutert, erfolgt nachstehend eine Konzentration auf die wesentlichsten *rechtlichen* Vollzugsrisiken, die sich bei Aktienkäufen in der Praxis finden. Es werden insbesondere transaktionsabhängige Rechtsunsicherheiten sowie die Rechtsbeziehungen und das rechtliche Umfeld des Zielunternehmens näher analysiert. Finanzielle oder operative⁷⁷³ Vollzugsrisiken bleiben weitgehend ausgeklammert.⁷⁷⁴

2. Gesellschaftsrechtliche Risiken

Ein Grossteil der Vollzugsrisiken ergibt sich aus gesellschaftsrechtlichen Unsicherheiten. Zu deren Identifikation muss in einem ersten Schritt geklärt werden, ob das Zielunternehmen gesetzeskonform gegründet und geführt worden ist und ob alle Aktien bzw. Aktienzertifikate vorhanden sind.⁷⁷⁵

Sodann sind die Aktien selbst, ihre Übertragung und Verbriefung zu analysieren. Das Augenmerk gilt dabei zunächst dem Ausstellungsdatum, das nicht vor dem Tagebucheintrag der Gründung oder einer Kapitalerhöhung liegen darf, da die Aktien sonst nichtig⁷⁷⁶ sind. Nebst der rechtsgültigen Ausgabe ist zu untersuchen, ob die Aktien eine lückenlose Übertragungskette⁷⁷⁷ bis hin zum Verkäufer aufweisen.

⁷⁷³ Vgl. jedoch Kap. II.B.11.

⁷⁷⁴ Zur Identifikation und Analyse aller transaktionserheblichen Einflussfaktoren innerhalb und ausserhalb der Unternehmenssphäre, die beispielsweise finanzieller, rechtlicher oder ökologischer Natur sein können, ist für die betreffenden Bereiche eine Due Diligence durchzuführen. Hierfür sind möglichst alle verfügbaren internen und externen Informationsquellen heranzuziehen.

⁷⁷⁵ HÖHN, S. 69 ff., 78.

⁷⁷⁶ Art. 644 Abs. 1 OR.

⁷⁷⁷ Das Risiko einer mangelhaften Übertragung findet sich in der Praxis am ehesten bei kleineren, privat gehaltenen Gesellschaften, bei schon länger existierenden Gesellschaften sowie bei Gesellschaften, die komplexe Transaktionen durchgeführt haben oder bei denen die Aktien mehrfach übertragen worden sind. BLUM, Rechtsmängel, S. 694.

Sodann müssen sie frei übertragbar sein. Rechtsunsicherheiten können sich ergeben, falls die angebotenen Aktien zur Sicherung eines privaten Darlehens mit einem Pfandrecht belegt worden sind oder an ihnen ein Kauf- oder Vorkaufsrecht⁷⁷⁸ besteht.⁷⁷⁹

Zur rechtsgültigen Übertragung vinkulierter sowie nicht vollständig liberierter Namenaktien bedarf es der Zustimmung des Verwaltungsrats.⁷⁸⁰ Zwar kann davon ausgegangen werden, dass der Verwaltungsrat bei einer einvernehmlichen Einzu-Eins-Transaktion der Übertragung zustimmen wird, doch besteht stets ein Restrisiko. Die Ablehnungsmöglichkeiten⁷⁸¹ beschränken sich vorliegend auf wichtige, statutarisch vorgesehene Gründe⁷⁸² wie beispielsweise die Zusammensetzung des Aktionärskreises.⁷⁸³ Solange die erforderliche Zustimmung des Verwaltungsrats fehlt, verbleiben das Eigentum an den Aktien und alle damit verknüpften Rechte beim Verkäufer.⁷⁸⁴ Die Ablehnung des potenziellen Käufers als Aktionär stellt damit ein direktes Vollzugsrisiko dar.

Die Zustimmung der Generalversammlung zur Transaktion ist erforderlich, wenn dies statutarisch vorgesehen ist oder mit dem Unternehmenskauf weitgehende strukturelle Änderungen verbunden sind, die eine Statutenänderung bedingen.⁷⁸⁵ Ist mit dem Unternehmenskauf eine Zweckänderung verbunden, hat die Zustimmung mit einer qualifizierten Mehrheit von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Stimmen sowie der absoluten Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte zu

⁷⁷⁸ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. II.B.4.5.

⁷⁷⁹ KAPPLER, S. 41 (FN 115); Vgl. dazu auch BÖCKLI PETER, Aktionärbindungsverträge, Vinkulierung und statutarische Vorkaufsrechte unter neuem Aktienrecht, in: ZBJV 1993, S. 475 ff.

⁷⁸⁰ Art. 685a Abs. 1 OR und Art. 685 OR.

⁷⁸¹ Art. 685b ff. OR.

⁷⁸² Art. 685b Abs. 1 und 2 OR; Ebenso kann die Übertragung abgelehnt werden, wenn die Gesellschaft dem Aktienverkäufer anbietet, die Aktien auf eigene Rechnung oder Rechnung anderer Aktionäre oder Dritter zum wirklichen Wert im Zeitpunkt des Gesuchs zu übernehmen (sog. «Escape Clause»), oder wenn sich der Käufer nicht ausdrücklich dazu bekennt, die Aktien in eigenem Namen und auf eigene Rechnung zu erwerben.

⁷⁸³ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 8 zu § 3.

⁷⁸⁴ Art. 685c Abs. 1 OR.

⁷⁸⁵ TSCHÄNI, Übernahme- und Zusammenschlussformen, S. 22.

erfolgen.⁷⁸⁶ Unsicherheiten betreffend den Vollzug können sich aber nicht nur aus einer potenziellen Ablehnung durch die Generalversammlung ergeben, sondern auch aus einer mangelhaften Durchführung der Generalversammlung selbst. Die Nichtigkeit⁷⁸⁷ oder Anfechtbarkeit⁷⁸⁸ des Generalversammlungsbeschlusses stellen deshalb weitere Vollzugsrisiken dar.⁷⁸⁹

Sind am Unternehmen Minderheitsaktionäre beteiligt, müssen weiter die rechtlichen Beziehungen zu diesen analysiert werden.⁷⁹⁰ Auch die vertraglichen Beziehungen zu allfälligen Tochtergesellschaften können risikobehaftet sein, falls beispielsweise Gewinnabschöpfungsverträge bestehen.⁷⁹¹ Gleiches gilt für Akquisitionen, Fusionen und Verkäufe, welche die Zielgesellschaft in der Vergangenheit getätigt hat, sowie für Beteiligungen, welche sie an anderen Unternehmen hält.

Wichtige Informationsquellen zur Identifikation gesellschaftsrechtlicher Vollzugsrisiken sind die Statuten, das Organisationsreglement sowie die Handelsregistereinträge der Gesellschaft. Sofern einsehbar, geben auch die Protokolle der Generalversammlung sowie der Verwaltungsrats- und Geschäftsleitungssitzungen Aufschluss über mögliche Vollzugshindernisse.⁷⁹² Die genannten Dokumente können überdies Hinweise enthalten, in welchen anderen Problembereichen zusätzlicher Abklärungsbedarf besteht.⁷⁹³ Unsicherheiten in Bezug auf die Übertragbarkeit der Aktien sind anhand der Aktienzertifikate und des Aktienbuchs zu klären. Risiken aus Beteiligungen an anderen Unternehmen sowie von Minderheitsaktionären werden z.B. anhand allfälliger Aktionärbindungsverträge eruiert.

⁷⁸⁶ Art. 704 Abs. 1 OR.

⁷⁸⁷ Nichtig ist ein GV-Beschluss bei Vorliegen von Gründen nach Art. 706b OR.

⁷⁸⁸ Der GV-Beschluss kann gemäss Art. 706 OR vom Verwaltungsrat und jedem Aktionär angefochten werden.

⁷⁸⁹ M. MEYER, S. 69.

⁷⁹⁰ SCHENKER, Due Diligence, S. 225.

⁷⁹¹ KOCH, S. 93 f.; KAPPLER, S. 41.

⁷⁹² KAPPLER, S. 41.

⁷⁹³ HÖHN, S. 75.

3. Vermögensrechtliche Risiken

3.1. Grundeigentum und Nutzungsrechte an Grundstücken

Verfügt das Unternehmen über Grundstücke, können sich auch aus diesen rechtliche Vollzugsrisiken ergeben.

Ein vom Verkäufer zu erstellendes Liegenschaftsverzeichnis sowie allfällige Verkehrswert- und Versicherungsschätzungen geben erste Aufschlüsse über die von der Zielgesellschaft gehaltenen Immobilien. Weiter kann der Käufer anhand der Grundbuchauszüge die dinglichen Rechte bzw. allfälligen dinglichen Belastungen prüfen und untersuchen, ob diese zu Recht bestehen.⁷⁹⁴ Grundsätzlich darf sich der gutgläubige Dritte gemäss dem Prinzip des öffentlichen Glaubens des Grundbuchs auf den Bestand der darin eingetragenen dinglichen Rechte verlassen. Ebenso kann er davon ausgehen, dass keine nicht eingetragenen oder gelöschten, aber eintragungsfähigen Rechte Dritter bestehen.⁷⁹⁵ Das Prinzip gilt nach HÖHN für den Aktienkäufer jedoch nur bedingt: Ist eine Grundbucheintragung unrichtig, und sind sich die Verantwortlichen der Zielgesellschaft dessen bewusst, kann sich auch der Aktienkäufer nicht auf seinen guten Glauben berufen.⁷⁹⁶ Beim Aktienkauf bilden die Grundbuchauszüge demgemäss lediglich einen ersten Anhaltspunkt, der Käufer sollte sich jedoch nicht ausschliesslich auf sie verlassen.

Hinsichtlich allfälliger Vorkaufsrechte⁷⁹⁷ an einem Grundstück ist abzuklären, ob durch den Aktienkauf ein Vorkaufsfall⁷⁹⁸ ausgelöst wird. Dies ist grundsätzlich zu verneinen.⁷⁹⁹ Ein Vorkaufsfall liegt bei Aktienkäufen einzig dann vor, wenn das

⁷⁹⁴ MEIER, S. 111; HÖHN, S. 109.

⁷⁹⁵ Art. 973 ZGB.

⁷⁹⁶ HÖHN, S. 107 f.

⁷⁹⁷ Das Vorkaufsrecht ist ein persönliches und obligatorisches Recht ohne dingliche Wirkung. Es wirkt nur zulasten des Vorkaufsverpflichteten. Dies hat zur Folge, dass der Vorkaufsberechtigte sein Recht nicht mehr durchzusetzen vermag, sobald das Eigentum am Vorkaufsobjekt auf einen Dritten übertragen worden ist. Es besteht aber die Möglichkeit einer Schadenersatzforderung. BRÜCKNER, N 56 zu § 10.

⁷⁹⁸ Art. 216c OR.

⁷⁹⁹ BGE 92 II 160.

vorkaufsbelastete Grundstück das alleinige relevante Objekt der Transaktion darstellt.⁸⁰⁰ Ist das vorkaufsbelastete Grundstück hingegen nicht das einzig relevante Kaufobjekt, weil es z.B. verglichen mit den übrigen Vermögenswerten unbedeutend erscheint oder mit der Transaktion relevantere Ziele verfolgt werden⁸⁰¹, liegt kein Vorkaufsfall vor.⁸⁰²

Im Zusammenhang mit Mietliegenschaften dürften vor allem die entsprechenden Mietverträge interessieren. Sie können Hinweise auf potenzielle Mietzinssteigerungen, einen baldigen Vertragsablauf oder anderweitige Gefährdungen des Standorts beinhalten.⁸⁰³ Relevante Prüfpunkte sind in diesem Zusammenhang die Mietdauer, der Mietzins, allfällige Kündigungsgründe und die Berechnung der potenziellen Umzugskosten.⁸⁰⁴ Auch von der Gesellschaft selbst gehaltene Mietliegenschaften können risikobehaftet sein, z.B. bei Baufähigkeit oder in Fällen, in denen dem Mieter eine Erstreckung⁸⁰⁵ gewährt werden muss, obschon der Unternehmenskäufer die Liegenschaft nach der Transaktion anderweitig nutzen möchte.⁸⁰⁶

Sind ausländische Parteien in die Transaktion involviert, ist im Rahmen der Due Diligence abzuklären, ob an den Liegenschaften öffentlich-rechtliche Übertragungsbeschränkungen bestehen. Weitere Ausführungen hierzu folgen in Kap. II.B.9.4.

Aufgrund der mit der Beseitigung verbundenen Kosten und der potenziellen Auswirkungen auf den Wert des Zielunternehmens sind die Risiken aus Grundeigentum und den Nutzungsrechten an Grundstücken als indirekte Vollzugsrisiken zu kategorisieren.

⁸⁰⁰ Vgl. hierzu Art. 216c Abs. 1 OR.

⁸⁰¹ Wie z.B. der Kauf eines Geschäftsbetriebs, der auf dem Grundstück ausgeübt wird.

⁸⁰² HÖHN, S. 109.

⁸⁰³ SCHENKER, Due Diligence, S. 228.

⁸⁰⁴ S. MEYER, S. 55.

⁸⁰⁵ Bei Geschäftsräumen ist gemäss Art. 272b Abs. 1 OR eine Erstreckung des Mietverhältnisses um bis zu sechs Jahre möglich.

⁸⁰⁶ M. MEYER, S. 102; S. MEYER, S. 55.

3.2. Immaterialgüter

a. Überblick

Zusehends bestimmen nicht mehr nur die materiellen, sondern vor allem auch die immateriellen Vermögenswerte eines Unternehmens dessen Wert. Entsprechend ist die Prüfung der Rechte am geistigen Eigentum des Unternehmens zum festen Bestandteil der Due Diligence geworden.⁸⁰⁷

Unter Immaterialgütern bzw. Intellectual Property (IP) sind Werke der Literatur, Kunst und Musik, Kennzeichen, Erfindungen, Designs sowie Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse zu verstehen. Gewisse Immaterialgüter sind aufgrund des Marken-, Patent-, Design- und Urheberrechts absolut geschützt, anderen fehlt dieser absolute Schutz. Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisse werden z.B. nur von den Rechtsbestimmungen des Strafrechts und des unlauteren Wettbewerbs geschützt. Bestimmte Immaterialgüter lassen sich registrieren. Ihr Bestand ist dadurch anhand eines Registerauszugs nachweisbar.⁸⁰⁸

Zwar ist beim Aktienkauf eine gesonderte IP-Übertragung nicht erforderlich, da die Gesellschaft trotz des Beteiligungswechsels Inhaberin der Immaterialgüterrechte und Partnerin allfälliger Lizenzverträge bleibt,⁸⁰⁹ doch können sich anderweitige Rechtsunsicherheiten ergeben, die unter Umständen vollzugsrelevant sind.⁸¹⁰

Zur Identifikation rechtlicher IP-Risiken ist zunächst zu untersuchen, ob die betreffenden formellen Schutzbestimmungen eingehalten worden sind, d.h. ob die Registergebühren für die registrierbaren IP-Rechte beglichen worden sind und die (registergebundenen) Schutzrechte somit (zumindest nach aussen hin) bestehen. Sodann muss geklärt werden, ob die Gesellschaft rechtmässige Inhaberin der Schutzrechte ist. Insbesondere bei Konzernen kann es sein, dass die Schutzrechte

⁸⁰⁷ BRENNER/KNAUER/WÖMPENER, S. 735.

⁸⁰⁸ HÖHN, S. 96.

⁸⁰⁹ CALAME, S. 103 f.; 115.

⁸¹⁰ Beispielsweise wenn die IP-Rechte aufgrund einer kurzen Schutzdauer weniger werthaltig sind, als vom Käufer ursprünglich angenommen. MEIER, S. 111.

verschiedenen Rechtspersonen gehören. Schliesslich ist abzuklären, ob die Gesellschaft Schutzrechte Dritter verletzt und ob die Schutzrechte der Gesellschaft umgekehrt durch Dritte gefährdet sind.⁸¹¹

b. Marken

Marken⁸¹² haben je nach ihrem finanziellen Wert eine unterschiedlich hohe Auswirkung auf den Vollzug.

Rechtsunsicherheiten können sich ergeben, falls die Marke trotz der Eintragung ins Markenregister⁸¹³ nicht im Zusammenhang mit den Waren oder Dienstleistungen, für die sie beansprucht wird, in Gebrauch ist.⁸¹⁴ Ein Nichtgebrauch innerhalb von fünf Jahren hat (ausser bei Vorliegen wichtiger Gründe) zur Folge, dass der Markenrechtsinhaber das Markenrecht verliert.⁸¹⁵

Sodann ist bei der Markenrechtsprüfung auf die nachfolgenden Punkte zu achten:⁸¹⁶

- den Bestand der Marke, d.h. ob sie eingetragen und nicht aus absoluten oder relativen Gründen vom Markenschutz ausgeschlossen ist;
- die Berechtigung am Markenrecht;
- die Frage nach Drittrechten bzw. Lizenzen, die Dritten vom Schutzrechtsinhaber eingeräumt worden sind und den Wert der Marke schmälern.⁸¹⁷ Dabei muss sich der Käufer gemäss Art. 18 Abs. 2 MSchG nur jene Lizenzen entgegenhalten lassen, die im Markenregister eingetragen sind.⁸¹⁸ CALAME ver-

⁸¹¹ CALAME, S. 105.

⁸¹² Marken sind geeignet, die Waren oder Dienstleistungen des Unternehmens, die sie kennzeichnen, von solchen anderer Unternehmen zu unterscheiden. Art. 1 Abs. 1 MSchG.

⁸¹³ Art. 5 MSchG.

⁸¹⁴ Art. 11 Abs. 1 MSchG.

⁸¹⁵ Art. 12 Abs. 1 MSchG.

⁸¹⁶ HÖHN, S. 99 ff.

⁸¹⁷ BÜHLER, Komm. zu Art. 17 MSchG, N 61.

⁸¹⁸ Vgl. auch BÜHLER, Komm. zu Art. 17 MSchG, N 62.

tritt jedoch die Ansicht, dass sich der Aktienkäufer nicht allein auf den Gutgläubensschutz des Registers berufen darf, falls ein diesbezüglicher Registereintrag fehlt. Weiss der Aktienkäufer trotz fehlendem Registereintrag um die Lizenz oder hätte er aufgrund der Durchführung einer IP-Due Diligence von deren Existenz wissen können, muss er dieses Wissen gegen sich gelten lassen;⁸¹⁹

- das Bestehen von Pfandrechten oder richterlichen Nutzungsbeschränkungen an der Marke;
- die internationale Registrierung der Marke, sofern die Gesellschaft internationale Markenrechte hält.⁸²⁰ Da gemäss dem Territorialprinzip für den Bestand und Inhalt ausländischer Markenrechte das Recht des Schutzlandes zur Anwendung gelangt, sollte die Prüfung durch eine lokale Fachperson erfolgen, die mit dem Anmeldeverfahren und Schutzzumfang im betreffenden Staat vertraut ist.⁸²¹

c. Patente

Patentrechte⁸²² sind vor allem für Technologie- und Produktionsunternehmen sowie für Gesellschaften, die im chemischen oder pharmazeutischen Bereich angesiedelt sind, vollzugsrelevant.⁸²³ Patentrechte können aber auch für andere Unternehmen bedeutsam sein.

⁸¹⁹ CALAME, S. 103.

⁸²⁰ BÜHLER, Komm. zu Art. 17 MSchG, N 64.

⁸²¹ BRENNER/KNAUER/WÖMPENER, S. 738.

⁸²² Gegenstand eines Patentrechts ist eine Erfindung, die als planmässiges Handeln unter Einsatz beherrschbarer Naturkräfte zur unmittelbaren Erreichung eines kausal übersehbaren Erfolgs beiträgt. Die Erteilung eines Patentrechts ist davon abhängig, ob die Erfindung als neu, erfinderisch und gewerblich gilt. Vgl. BGer Urteil vom 31. Juli 1996, Hochdruckkraftwerk, in: sic! 1997, S. 77; BGH Urteil vom 27. März 1969, Rote Taube, in: Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht 1969, S. 672; EJP, Erläuternder Bericht zu Änderungen im Patentrecht vom 5. Mai 2004, S. 52.

⁸²³ CALAME, S. 95.

Um mögliche Patentrisiken zu identifizieren, hat sich der Käufer zunächst eine Übersicht über die patentrechtliche Wettbewerbsposition des Zielunternehmens und dessen Absicherung zu verschaffen.⁸²⁴ Wichtig ist die Prüfung von Schlüsselpatenten, d.h. von Patenten, die betriebsnotwendig sind. Bei internationaler Tätigkeit des Zielunternehmens sollten die Patente in den betreffenden Ländern registriert sein. Ein Vollzugsrisiko könnte sich beispielsweise ergeben, wenn sich die Schlüsselpatente im Ausland nur ungenügend registrieren lassen. Weiter ist die Bezahlung der Patentgebühren und der Bestand allfällige Lizenzansprüche oder Pfandrechte Dritter abzuklären. Auch die Schutzdauer⁸²⁵ des Patents ist in die Risikoüberlegungen miteinzubeziehen. Wird erkannt, dass der Patentschutz eines Schlüsselpatents demnächst ausläuft, ist zu klären, was ein solcher Wegfall für das Unternehmen bedeutet bzw. mit welchen Auswirkungen zu rechnen ist.⁸²⁶

Wichtigste Informationsquellen für die Risikoidentifikation sind die Patentanmeldungen und allfällige Entwicklungsunterlagen, die dem Käufer helfen, die Patentpolitik des Unternehmens zu verstehen. Tiefe Schutzrechtsbestände sind dabei als potenzielles Vollzugsrisiko zu bewerten.⁸²⁷ Es hängt jedoch von der Bedeutung des Patents für den weiteren Geschäftsverlauf ab, ob ein mangelnder Patentschutz zum direkten Vollzugsrisiko wird.

d. Urheberrechte

Für Gesellschaften, die auf neue, zukunftssträchtige Technologien setzen, bilden urheberrechtlich geschützte Objekte einen wichtigen Vermögensbestandteil.⁸²⁸ Je nach Branche des Zielunternehmens sind die urheberrechtlichen Risiken unterschiedlich vollzugsrelevant.

⁸²⁴ FRITZSCHE/HITTER, S. 525.

⁸²⁵ Ein Patent dauert gemäss Art. 14 Abs. 1 PatG längstens bis zum Ablauf von zwanzig Jahren seit dem Datum der Anmeldung. Eine Ausnahme bilden die Pharmazeutika, in der Praxis resultiert eine Schutzdauer zwischen zehn bis fünfzehn Jahren ab der Marktzulassung.

⁸²⁶ HÖHN, S. 97 ff.

⁸²⁷ FRITZSCHE/HITTER, S. 525.

⁸²⁸ CALAME, S. 96.

Urheberrechte schützen geistige Schöpfungen⁸²⁹ der Literatur und Kunst mit individuellem Charakter.⁸³⁰ Im Vergleich zu Marken- und Patentrechten entstehen Urheberrechte bereits mit der Werkerstellung bzw. -schaffung, sie bedürfen folglich keiner Registrierung, um geschützt zu sein.⁸³¹

Sind die entsprechenden Werke vom Zielunternehmen selbst erschaffen worden, ist im Rahmen der IP-Prüfung zu untersuchen, welche Mitarbeitenden und Berater daran beteiligt waren und inwiefern diesen Personen noch Urheberrechte zustehen. Bei Computerprogrammen stehen die Rechte auch ohne Abtretung des Urhebers der Gesellschaft zu, falls sie der Mitarbeitende im Rahmen seiner dienstlichen Tätigkeit und in Erfüllung seiner vertraglichen Pflichten geschaffen hat. Wurden die Urheberrechte von Dritten erworben, sind die jeweiligen Abtretungen einzusehen.⁸³²

e. Design

Das Designrecht schützt die Gestaltung bzw. die äussere Formgebung eines Produkts oder Produktteils.⁸³³ Der Designschutz entsteht mit der Hinterlegung des Schutzgegenstands und der Eintragung ins Designregister.⁸³⁴ In der Praxis sind Designrechte insbesondere für die Gebrauchsgüterindustrie relevant. Die Hinterlegung konzentriert sich dabei vorwiegend auf das Design von Möbeln, Schmuck, Uhren, Stoffen und Haushaltswaren.⁸³⁵

Im Rahmen der IP-Due Diligence ist vor allem der formelle Bestand des Designrechts zu untersuchen, hierfür sollte der Käufer die Zahlungsbelege der letzten

⁸²⁹ Darunter sind beispielsweise Sprachwerke, Werke der Musik, bildenden Kunst, Baukunst, angewandten Kunst, Werke mit wissenschaftlichem oder technischem Inhalt sowie fotografische, filmische und andere visuelle oder audiovisuelle Werke und Computerprogramme zu verstehen. Art. 2 Abs. 2 und 3 URG.

⁸³⁰ Art. 2 Abs. 1 URG.

⁸³¹ Vgl. Art. 29 Abs. 1 URG.

⁸³² Art. 17 URG; HÖHN, S. 101 f.

⁸³³ Art. 1 DesG.

⁸³⁴ Art. 5 Abs. 1 DesG.

⁸³⁵ CALAME, S. 96.

Verlängerung sowie die aktuellen Auszüge aus dem Designregister verlangen. Wie bei Marken- und Patentrechten gilt grundsätzlich auch bei Designrechten der im Register eingetragene Berechtigte als dessen Inhaber. Da sich Designs aber unbeschränkt auf andere übertragen lassen, wird der Aktienkäufer anhand der Registerauszüge lediglich auf den formellen Inhaber stossen, ohne weitere Inhaber mit Sicherheit ausschliessen zu können.⁸³⁶

Die materiellen Schutzvoraussetzungen, namentlich die Neuheit und die Eigenart der äusseren Formgebung⁸³⁷, lassen sich im Vergleich zum formellen Schutz hingegen nur rudimentär überprüfen.⁸³⁸

f. Lizenzverträge

Da Gesellschaften regelmässig die Immaterialgüterrechte Dritter verwenden oder ihre Immaterialgüter anderen zur Verfügung stellen, ist im Zusammenhang mit der Prüfung der IP-Rechte nach entsprechenden Lizenzverträgen zu fragen. Dabei ist auf jene betriebsnotwendigen Lizenzverträge zu fokussieren, die nur schwer ersetzbar sind oder die der Zielgesellschaft relevante Lizenzeinnahmen verschaffen. Prüfpunkte sind in erster Linie die Dauer, Kündigungsfrist und Anpassungsmöglichkeit des Lizenzvertrags. Bei von der Zielgesellschaft vergebenen Lizenzen ist ausserdem an das damit verbundene Haftungsrisiko zu denken.⁸³⁹ Um die Wettbewerbspolitik der Zielgesellschaft besser verstehen zu können, sollten auch abgelaufene, gekündigte oder sonst aufgebene Lizenzen analysiert werden.⁸⁴⁰

Des Weiteren weisen Lizenzverträge oftmals Kontrollwechselklauseln⁸⁴¹ auf, die im Falle einer Unternehmensübernahme der Gegenpartei ein Kündigungsrecht gewähren. Selbst wenn eine solche Klausel fehlt, kann es, wie in Kap. II.B.4.7 zu

⁸³⁶ CALAME, S. 113 f.

⁸³⁷ Art. 2 Abs. 1 DesG.

⁸³⁸ CALAME, S. 113 f.

⁸³⁹ HÖHN, S. 105.

⁸⁴⁰ FRITZSCHE/HITTER, S. 525.

⁸⁴¹ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. II.B.4.6.

zeigen sein wird, auch aufgrund der unterschiedlichen Interessenlagen zu einer Kündigung aus wichtigem Grund kommen.⁸⁴² Diese Überlegungen sollten in die Risikoprüfung miteinbezogen werden.

4. Vertragsrechtliche Risiken

4.1. Vorbemerkung

Gesellschaften unterhalten eine Vielzahl von Rechtsbeziehungen mit Dritten. Je nach Position können letztere den Vollzug des Aktienkaufs beeinflussen, falls sie vertragliche Rechte haben, die bei einem Unternehmenskauf greifen.⁸⁴³ Diese Einflussmöglichkeiten gilt es im Rahmen der Identifikation vertragsrechtlicher Risiken zu untersuchen.

4.2. Allgemeine vertragliche Risiken

Bei der vertragsrechtlichen Due Diligence sind vor allem jene Verträge näher zu prüfen, welche sich direkt auf die Strategie, Geschäftstätigkeit oder Ertragslage des Zielunternehmens auswirken. Besonders aufmerksam müssen dabei die Laufzeiten, Konditionen, Kündigungsgründe und zu erbringenden Gegenleistungen analysiert werden.⁸⁴⁴ Potenziell risikoreich sind Dauerschuldverträge, welche die Möglichkeit einer künftigen Zahlungserhöhung beinhalten und die prognostizierten Gewinne verändern könnten. Gleiches gilt für Verträge, die zu günstigen Konditionen geschlossen worden sind und demnächst auslaufen. Weiter sind die mit den Kunden und Lieferanten abgeschlossenen Standardverträge zu kontrollieren, da sie je nach Ausgestaltung eine negative Gesamtwirkung auf die Risikolage des Zielunternehmens haben können.⁸⁴⁵ Dies gilt auch für die Verträge, Exklusivitäts-

⁸⁴² CALAME, S. 104.

⁸⁴³ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 1 f.

⁸⁴⁴ S. MEYER, S. 55; HÖHN, S. 89 ff.; MEIER, S. 112.

⁸⁴⁵ SCHENKER, Due Diligence, S. 225.

vereinbarungen und Zahlungsmodalitäten mit den wichtigsten Kunden und Lieferanten sowie für bestehende Kooperationsverträge und Intercompany-Verträge bei Konzernen. Schliesslich bedürfen auch die Verträge mit allfälligen Garantie-, Kredit- und Leasinggebern einer näheren Prüfung.

4.3. Aktienkaufvertrag

Im Zusammenhang mit den vertragsrechtlichen Risiken ist auch an die Gefahren zu denken, welche vom Aktienkaufvertrag selbst ausgehen. Rechtsunsicherheiten können sich in Bezug auf das Nichtzustandekommen, die Nichtigkeit⁸⁴⁶ oder Anfechtbarkeit⁸⁴⁷ des Vertrags ergeben.⁸⁴⁸ Die vorgenannten Risiken sind als direkte Vollzugsrisiken zu qualifizieren, sie bewirken ein Scheitern der Transaktion.

Sodann besteht die Möglichkeit einer verspäteten Erfüllung des Aktienkaufvertrags, wie sie in Kap. I.E.3.1.b. dargestellt worden ist. Eine solche Leistungsstörung verhindert den Vollzug zwar meistens nicht, doch ist ein Verzug regelmässig mit (Opportunitäts-) Kosten verbunden und stellt damit ein indirektes Vollzugsrisiko dar.

⁸⁴⁶ Ein Vertrag ist nichtig, wenn er einen ursprünglich unmöglichen, rechtswidrigen oder sittenwidrigen Inhalt aufweist (Art. 20 Abs. 1 OR). Erbringt der Käufer die Bezahlung des Kaufpreises nicht, ist der Vertrag jedoch nicht unmöglich, da ein Mangel an Geld nur ein subjektives Unvermögen darstellt. Hinsichtlich der Eigentumsverschaffung an den Aktien liegt die Unmöglichkeit in deren Nichtexistenz im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses oder wenn ein öffentlich-rechtliches Vollzugsverbot besteht (vgl. hierzu Kap. II.B.10). M. MEYER, S. 125.

⁸⁴⁷ Art. 31 Abs. 1 OR; Vgl. hierzu insbesondere die Ausführungen zur Anfechtbarkeit des Aktienkaufvertrags infolge eines Grundlagenirrtums in Kap. I.E.3.1.b (3).

⁸⁴⁸ Bei einer vollständigen Entwehrung fällt der Kaufvertrag nach Art. 195 OR dahin. Ist nach den Umständen anzunehmen, dass der Käufer den Vertrag nicht geschlossen hätte, wenn er um die teilweise Entwehrung gewusst hätte, kann er die Aufhebung des Vertrags nach Art. 196 Abs. 2 OR verlangen.

4.4. Vorfeldvereinbarungen

Im Rahmen der Vertragsverhandlungen werden oftmals Vorfeldvereinbarungen wie der Letter of Intent⁸⁴⁹ oder Vertraulichkeits- und Geheimhaltungsvereinbarungen⁸⁵⁰ abgeschlossen.

Risiken aus Vorfeldvereinbarungen können sich ergeben, wenn es am rechtlichen Bindungswillen fehlt, sei dies in Bezug auf die Vereinbarung selbst oder auf allfällige Nebenpflichten. Andererseits kann es vorkommen, dass der Verkäufer die Absichtserklärung des Käufers, welche anhand eines Letter of Intent abgegeben worden ist, als rechtlich bindend erachtet, obwohl dies bei einem Letter of Intent unüblich ist.⁸⁵¹

Die Verletzung rechtlich bindender Vorfeldvereinbarungen, z.B. aufgrund der Weitergabe vertraulicher Informationen trotz Geheimhaltungsvereinbarung, birgt die Gefahr potenzieller Schadenersatzzahlungen.⁸⁵² Sie ist damit als indirektes Vollzugsrisiko bzw. Kostenrisiko zu qualifizieren.

Sodann besteht bei Vorfeldvereinbarungen die Möglichkeit, dass sich die Vereinbarung im Nachhinein als nicht zustande gekommen, nichtig oder anfechtbar erweist, und ihr damit nicht die rechtliche Bedeutung zukommt, die ihr ursprünglich beigemessen worden ist.⁸⁵³ Sollte die Gefahr bestehen, dass die Gegenpartei nicht mehr bereit ist, den Vertrag unter den gegebenen Umständen zu vollziehen, besteht ein direktes Vollzugsrisiko.

⁸⁴⁹ Vgl. Kap. I.C.7.4.

⁸⁵⁰ Vgl. Kap. I.C.7.3.

⁸⁵¹ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. I.C.7.4.

⁸⁵² ISLER, S. 6; M. MEYER, S. 116 ff.

⁸⁵³ M. MEYER, S. 81.

4.5. Vorkaufsrechte und Aktionärbindungsverträge

Werden vom Käufer nicht sämtliche Aktien übernommen, ist bei der Due Dilligence die Beziehung zu den verbleibenden Aktionären⁸⁵⁴ zu untersuchen. Namentlich ist abzuklären, ob Vorkaufsrechte oder andere Verhaltenspflichten im Falle eines Verkaufs bestehen.⁸⁵⁵ Solche Rechte sind in der Regel in einem Aktionärbindungsvertrag geregelt.

Liegt ein Aktionärbindungsvertrag vor, gilt es, sog. «Drag-along»- oder «Tag-along»-Klauseln zu identifizieren. Erstere erlauben es dem Mehrheitsaktionär, die Minderheitsaktionäre in einem Verkaufsfall ebenfalls zum Verkauf zu verpflichten. Letztere sehen vor, dass die Minderheitsaktionäre im Falle eines Verkaufs des Mehrheitsaktionärs ihre Aktien zu den gleichen Konditionen verkaufen können. Im Gegenzug verpflichten sich die Minderheitsaktionäre oftmals, ihre Aktien in einem solchen Fall auch zu verkaufen (sog. «Go-along»-Klausel).⁸⁵⁶

Die Verletzung eines Vorkaufsrechts kann für den Verkäufer mit Schadenersatzzahlungen verbunden sein. Dennoch ist der Vollzug des Aktienkaufvertrags grundsätzlich möglich, weshalb ein indirektes Vollzugsrisiko vorliegt. Einzig bei sehr hohen Schadenersatzansprüchen besteht die Gefahr, dass der Verkäufer den Vollzug als nicht mehr zweckmässig erachtet und die Transaktion deshalb abbricht.⁸⁵⁷

4.6. Kontrollwechselklauseln

Gewisse Verträge⁸⁵⁸ sehen für den Fall einer Änderung des wirtschaftlich Berechtigten Schutzrechte vor. Diese können als Mitwirkungs-, Informations- oder vorzeitige Kündigungsrechte ausgestaltet sein. Letztere werden als sog. «Change-of-

⁸⁵⁴ Vgl. Kap. II.B.2.

⁸⁵⁵ S. MEYER, S. 54; HÖHN, S. 80.

⁸⁵⁶ S. MEYER, S. 54 f. (FN 292); HÖHN, S. 80 (FN 200).

⁸⁵⁷ M. MEYER, S. 109.

⁸⁵⁸ In diesem Zusammenhang ist insbesondere an Verträge mit Banken, Investoren und Lizenzgebern sowie an langfristige Geschäftsmietverträge zu denken.

Control»-Klauseln bezeichnet.⁸⁵⁹ Im Vergleich zu einem Abtretungsverbot bzw. *pactum de non cedendo*, bei welchem die Übertragung des Vertragsverhältnisses von der Zustimmung des Vertragspartners abhängig ist, stellen die oben genannten Schutzrechte nicht auf die formelle Übertragung, sondern den Kontrollwechsel ab. Idealerweise geht aus der betreffenden Klausel klar hervor, was unter einen Kontrollwechsel fällt. Bei unklarer Definition der Klausel müssen die Parteien hingegen durch Auslegung ermitteln, ob es sich beim in Frage stehenden Aktienkauf um einen Kontrollwechsel handelt.⁸⁶⁰

In der Unsicherheit darüber, ob die betreffende Partei ihr Kündigungsrecht effektiv ausüben wird, ist ein Risiko zu sehen.⁸⁶¹ Je nach Bedeutung des Vertrags für das Unternehmen ist das Kündigungsrecht als direktes oder indirektes Vollzugsrisiko zu qualifizieren.

Da die Ausübung des betreffenden Rechts vom Willen einer Drittpartei abhängig ist und somit von den Parteien nicht direkt beeinflusst werden kann bzw. ausserhalb ihres Machtbereichs liegt, sind Kontrollwechselklauseln als Bedingungsrisiken zu sehen.

4.7. Unzumutbare Fortführung des Vertragsverhältnisses

a. Ausserordentliches Kündigungsrecht bei Dauerschuldverhältnissen

Eine vergleichbare Wirkung wie Kontrollwechselklauseln haben vom Unternehmen eingegangene, wertrelevante Dauerschuldverhältnisse.

Gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung⁸⁶² steht den Drittparteien ein ausserordentliches Kündigungsrecht zu, wenn die Weiterführung des Dauerschuldverhältnisses aufgrund der durch die Transaktion veränderten Umstände für sie unzumutbar erscheint. Eine solche Konstellation dürfte beispielsweise gegeben sein,

⁸⁵⁹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 74 zu § 4.

⁸⁶⁰ WATTER/SCHNELLER, S. 226 f.; M. MEYER, S. 108.

⁸⁶¹ M. MEYER, S. 108.

⁸⁶² BGE 128 III 428 ff., 429.

wenn es sich beim Käufer um einen direkten Konkurrenten der Drittpartei handelt.⁸⁶³

Kann sich die ausserordentliche Kündigung des Dauerschuldverhältnisses negativ auf den Wert des Zielunternehmens auswirken, stellt das Kündigungsrecht ein indirektes Vollzugsrisiko dar. Ebenso besteht die Möglichkeit, dass sich ein vom Käufer unerwünschtes Dauerschuldverhältnis wider Erwarten nicht ausserordentlich kündigen lässt. Auch in diesem Fall liegt ein indirektes Vollzugsrisiko vor.⁸⁶⁴

b. Verträge mit höchstpersönlichen Rechten und Pflichten

Gleich wie bei den Dauerschuldverhältnissen steht den Drittparteien auch bei Verträgen mit höchstpersönlichen Rechten und Pflichten⁸⁶⁵ ein ausserordentliches Kündigungsrecht zu.

Voraussetzung ist, dass der Vertrag aufgrund der besonderen Eigenschaften des Verkäufers geschlossen worden ist, die der Käufer nicht vorzuweisen vermag (*ad personam*-Verträge), und die Fortführung des Vertrags deswegen unzumutbar erscheint. Hinsichtlich der Höchstpersönlichkeit von vertraglichen Pflichten gilt es aber zu bedenken, dass die geschuldete Leistung meist mehr an das Unternehmen selbst und weniger an den Verkäufer als Person gebunden ist, weshalb ein ausserordentliches Kündigungsrecht in den seltensten Fällen gegeben sein dürfte.⁸⁶⁶

4.8. Arbeitsvertragliche Risiken

Die vertragsrechtliche Risikoidentifikation umfasst auch die Prüfung arbeitsrechtlicher Aspekte. Hierfür hat sich der Käufer zunächst anhand von Mitarbeiterlisten

⁸⁶³ WATTER/SCHNELLER, S. 229; VON DER CRONE/KESSLER/GERSBACH et al., N 1009.

⁸⁶⁴ M. MEYER, S. 101.

⁸⁶⁵ Art. 68 OR; Als Beispiele lassen sich Verpflichtungen aus einem Werkvertrag (Art. 364 Abs. 2 OR) oder Auftrag (Art. 398 Abs. 2 OR) anführen.

⁸⁶⁶ WATTER/SCHNELLER, S. 229 ff.; VON DER CRONE/KESSLER/GERSBACH et al., N 1007.

und Organigrammen eine Übersicht über die Mitarbeitenden und die Geschäftsleitung zu verschaffen.

In einem zweiten Schritt sind die (Kader-)Arbeitsverträge, Betriebsvereinbarungen und Gesamtarbeitsverträge näher zu analysieren. Letztere sind insbesondere unter dem Aspekt zu würdigen, dass sie eine künftige Restrukturierung erschweren oder gar verhindern können.⁸⁶⁷ Bei den Einzelarbeitsverträgen interessieren vor allem jene des Kaders, insbesondere falls der Käufer beabsichtigt, sich nach dem Vollzug vom gesamten Management oder von einzelnen Geschäftsleitungsmitgliedern zu trennen. Besondere Aufmerksamkeit gilt den Kündigungsfristen, Konkurrenzverboten und Abfindungsregelungen sowie dem Ferienguthaben.⁸⁶⁸

Hinsichtlich der Personalkosten und Vergütungsstrukturen ist abzuklären, wie die geldwerten Zuwendungen (einschliesslich sog. «Fringe Benefits»⁸⁶⁹) ausgestaltet sind, ob sie angemessen bzw. marktkonform sind und der internen Gehaltsgerechtigkeit entsprechen. Weiter kann es sein, dass der Verkäufer die Personalkosten zu tief ausgewiesen hat, indem er Vakanzen unbesetzt liess oder durch schlechter qualifiziertes Leihpersonal oder Freelancer ersetzt hat.⁸⁷⁰ Auch solche Positionen sind in die Risikoüberlegungen miteinzubeziehen.

Ebenfalls zu analysieren sind allfällige Bonuspläne⁸⁷¹, insbesondere falls sie nach dem Unternehmenskauf nicht fortgeführt werden und entsprechende Abgeltungsansprüche bestehen. Ein Anspruch kann sich ergeben, falls die den Bonus bewirkenden Voraussetzungen aufgrund des Unternehmensverkaufs nicht mehr erzielbar sind. Der Mitarbeitende hat zur Geltendmachung seines Anspruchs jedoch nachzuweisen, dass er bei einem Nichtverkauf des Unternehmens einen Bonus er-

⁸⁶⁷ SCHENKER, *Due Diligence*, S. 226.

⁸⁶⁸ KOCH, S. 117; KAPPLER, S. 48, 122; MEIER, S. 113; S. MEYER, S. 55.

⁸⁶⁹ Fringe Benefits sind freiwillige Zusatzleistungen eines Unternehmens, die es nebst dem Lohn für seine Mitarbeitenden erbringt. Sie sind oftmals als Sachleistungen ausgestaltet.

⁸⁷⁰ KAPPLER, S. 47.

⁸⁷¹ Vgl. hierzu PORTMANN DOMINIQUE, *Mitarbeiterbeteiligung, Mitarbeiteraktien und Mitarbeiteroptionen im schweizerischen Arbeitsrecht*, Bern 2005, und WALTJ BEAT, *Mitarbeiterbeteiligung, Aktien- und Optionspläne*, Zürich 1998.

halten hätte. Wichtig ist, dass ein Bonusplan nur unter Einhaltung der im Arbeitsvertrag vorgesehenen Kündigungsfristen aufgehoben werden darf, falls der Bonus bis anhin regelmässig geleistet und nicht bei jeder Auszahlung die Freiwilligkeit der Leistung betont worden ist.⁸⁷²

Schliesslich ist im Rahmen der arbeitsrechtlichen Due Diligence nach Mitarbeiterdarlehen und Mitarbeiterbeteiligungen zu fragen. Diese sind insbesondere bei privaten Gesellschaften weit verbreitet.⁸⁷³

5. Eventualrisiken

Unter Eventualrisiken sind insbesondere die Gewährleistungs- und Garantiesprüche für vom Verkäufer zuvor erbrachte Leistungen sowie latente Schadenersatzforderungen, Bürgschaften und Pfandbestellungen zu verstehen. Sie können für die Gesellschaft⁸⁷⁴ zuweilen gravierende finanzielle Auswirkungen haben und stellen damit ein potenzielles Wert- und Kostenrisiko dar.⁸⁷⁵

Zur Beurteilung von Eventualrisiken ist der unternehmensseitige Versicherungsschutz zu prüfen und anhand der Haftpflichtpolicen abzuklären, ob mögliche Schadenersatzpflichten versicherungsrechtlich abgedeckt sind.⁸⁷⁶ In Bezug auf die Versicherungsverträge ist ausserdem darauf zu achten, dass diese auch nach dem Verkauf des Unternehmens weitergelten. In der Praxis ist dies zwar häufig der Fall, da die Versicherungen grundsätzlich bereit sind, die Policen auch im Falle eines Kontrollwechsels fortzuführen. Dies gilt jedoch nicht, falls sich das Risiko durch den Verkauf erheblich erhöht. Wurde die Police im Rahmen eines konzernweiten Versicherungsprogramms abgeschlossen, bei welchem der Verkäufer Ver-

⁸⁷² MEIER, S. 113; HÖHN, S. 114.

⁸⁷³ HELBLING, S. 41 f.; WILDHABER, S. 19.

⁸⁷⁴ Aufgrund der Tatsache, dass die Aktiengesellschaft als juristische Person selbstständige Trägerin ihrer Rechte und Pflichten ist, kann einzig im Falle eines Missbrauchs auf den Käufer durchgegriffen werden. TSCHÄNI, Übernahme- und Zusammenschlussformen, S. 24.

⁸⁷⁵ KOCH, S. 96 f.; CANEPA, S. 16; KAPPLER, S. 42; MEIER, S. 112 f.

⁸⁷⁶ SCHENKER, Due Diligence, S. 228; Vgl. auch HÖHN, S. 120.

sicherungsnehmer war, entfällt der Versicherungsschutz mit Verkauf des Unternehmens. Die Folgen sind, dass nicht nur für jene Vorfälle, die nach dem Vollzug des Kaufvertrags eintreten, kein Versicherungsschutz mehr besteht, sondern auch für die Ansprüche, die Dritte nach dem Vollzug des Verkaufs für Vorfälle, die vor diesem Zeitpunkt eingetreten sind, geltend machen, keine Deckung mehr besteht.⁸⁷⁷

6. Prozessrechtliche Risiken

Im Rahmen der Due Diligence ist weiter nach allfälligen Gerichts- und Schiedsprozessen sowie administrativen Verfahren zu fragen.⁸⁷⁸ Rechtsstreitigkeiten werden vom Verkäufer idealtypischer Weise anhand eines Verzeichnisses im Datenraum aufgelistet und dokumentiert.

Prozessrechtliche Risiken können sich z.B. aus der Anwendbarkeit eines aus Käufersicht suboptimalen Rechts, der Zuständigkeit eines unerwünschten Gerichts oder einer langen Verfahrensdauer ergeben.⁸⁷⁹ Zur Beurteilung der Kostenrisiken sind die betreffenden Prozesskosten, d.h. die Gerichtskosten und die Parteientschädigung, zu ermitteln, und es ist für jeden Prozess gesondert abzuklären, ob sich das Prozessrisiko auf den Streitwert begrenzt.⁸⁸⁰ Weiter ist zu prüfen, ob die Chancen und Risiken des Prozesses buchhalterisch richtig erfasst sind, d.h. ob bei Aktivprozessen Aktivierungen und bei Passivprozessen Rückstellungen gebildet worden sind, die einer realistischen Prozessprognose entsprechen.⁸⁸¹

Schliesslich sollte der Käufer nach bereits ergangenen Verfügungen, Vergleichen und Urteilen wie Gerichtsverbote suchen, welche die künftige Geschäftstätigkeit des Zielunternehmens erschweren könnten.⁸⁸²

⁸⁷⁷ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 174 f.

⁸⁷⁸ KOCH, S. 98; CANEPA, S. 16; KAPPLER, S. 42; MEIER, S. 113 f.

⁸⁷⁹ M. MEYER, S. 87.

⁸⁸⁰ HÖHN, S. 122.

⁸⁸¹ SCHENKER, Due Diligence, S. 226.

⁸⁸² HÖHN, S. 122.

7. Umweltrechtliche Risiken

Zur Erkennung und Einschätzung umweltrechtlicher Risiken ist nach jenen umweltrelevanten Faktoren zu fragen, die vom Unternehmensstandort ausgehen oder auf diesen einwirken.⁸⁸³ Ebenso ist an jene ökologischen Haftungsrisiken zu denken, die aufgrund ihrer langen Latenzzeit erst viel später auftreten können.⁸⁸⁴ Rechtsunsicherheiten ergeben sich vor allem aus den in den Bereichen Boden, Wasser, Luft und Abfall verursachten Umweltbelastungen.⁸⁸⁵ Die Beseitigung solcher Belastungen (insbesondere die Sanierung von Altlasten)⁸⁸⁶ kann kostenintensiv sein und ein indirektes Vollzugsrisiko darstellen.

Das Umweltschutzgesetz sieht in Art. 32d USG eine langfristige und umfassende Haftung für alle Altlasten vor, die im Rahmen einer betrieblichen Tätigkeit verursacht worden sind. Demgemäss trägt der Verursacher der Altlast die Kosten für die notwendigen Massnahmen zur Untersuchung des belasteten Standorts. Die Haftungsbestimmung erfasst auch den Eigentümer des belasteten Grundstücks, weshalb Gesellschaften, die zwar keine Verunreinigung verursacht, jedoch durch einen Grundstückerwerb über ein entsprechend belastetes Grundstück verfügen, von Art. 32d USG betroffen sind. Zwar kann der Grundeigentümer auf den Verursacher Rückgriff nehmen, doch ist dieser aufgrund der langen Latenzfrist häufig nicht mehr eruierbar. Die Haftung für Altlasten besteht unabhängig davon, ob der Verursacher rechtswidrig gehandelt hat. Sie wird einzig durch die Tatsache begründet, dass eine entsprechende Verunreinigung besteht. Entsprechend haftet der Verursacher bzw. der Grundeigentümer selbst für jene Fälle, die im Zeitpunkt, in dem die Verunreinigung entstand, rechtlich zulässig waren. Überdies gilt die Haftung für Altlasten zeitlich unbegrenzt bzw. solange sie existieren.⁸⁸⁷

⁸⁸³ BERENS/BRAUNER/STRAUCH et al., S. XI; BETKO/REIML/SCHUBERT, S. 627.

⁸⁸⁴ S. MEYER, S. 57.

⁸⁸⁵ CANEPA, S. 19 f.; MEIER, S. 122; KAPPLER, S. 46.

⁸⁸⁶ Altlasten sind mit Abfällen belastete Standorte, für die nachgewiesen ist, dass sie zu schädlichen oder lästigen Einwirkungen führen, oder bei denen die konkrete Gefahr besteht, dass solche Einwirkungen entstehen (Art. 2 Abs. 2 und 3 Altlasten-Verordnung (AltIV)).

⁸⁸⁷ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 181 f.

Die Grundlage für die Einschätzung von Umweltrisiken bilden das am jeweiligen Standort geltende (kantonale) Umweltrecht sowie allfällige Produktions- und Betriebsgenehmigungen.⁸⁸⁸ Das Nichtbeachten der entsprechenden Vorschriften⁸⁸⁹ kann mit Schadenersatzforderungen verbunden sein, auch strafrechtliche Folgen sind möglich.

Die Tiefe der umweltrechtlichen Due Diligence hängt von den Geschäftsaktivitäten des Unternehmens ab: Während Handels- und Dienstleistungsunternehmen ökologischen Risiken kaum ausgesetzt sind, ist die Gefahr für Industrieunternehmen mit eigenen Produktionsstätten ungleich grösser. Letzteren wird empfohlen, eine von der rechtlichen Due Diligence losgelöste Umwelt Due Diligence⁸⁹⁰ durchzuführen.⁸⁹¹

8. Steuerrechtliche Risiken

8.1. Vorbemerkung

Mit dem Vollzug des Aktienkaufvertrags gehen die latenten Steuern des Zielunternehmens zumindest mittelbar vom Verkäufer auf den Käufer über. Er trägt ab diesem Zeitpunkt indirekt die Gefahr allfälliger Steuernachzahlungen und das Risiko bisher nicht steuerkonform behandelter Unternehmenssachverhalte.⁸⁹²

Um die steuerrechtliche Situation des Unternehmens und die Einhaltung der steuerlichen Pflichten für die verschiedenen Steuerarten zu untersuchen, ist eine von der rechtlichen Due Diligence separate Steuer Due Diligence durchzuführen.⁸⁹³

⁸⁸⁸ BETKO/REIML/SCHUBERT, S. 627.

⁸⁸⁹ Es handelt sich dabei um Vorschriften bezüglich der Abfallentsorgung, Wasser- und Luftverschmutzung, Lärm- und Bodenbelastung, Giftstoffe, Chemikalien oder Gentechnologie. S. MEYER, S. 58 (FN 311).

⁸⁹⁰ Bei der Umwelt Due Diligence werden spezifische ökologische Risiken analysiert, z.B. nicht konforme Abfallbeseitigungsmethoden oder alte Deponien, und genauere Untersuchungen wie Abwasserproben oder Altlastenbohrungen durchgeführt. Vgl. auch LINIGER, S. 276 f.

⁸⁹¹ S. MEYER, S. 58; CANEPA, S. 19; MEIER, S. 122; KAPPLER, S. 46.

⁸⁹² MEIER, S. 115 f.

⁸⁹³ SCHENKER, Due Diligence, S. 229.

Dabei sind sämtliche nicht rechtskräftigen Veranlagungszeiträume zu überprüfen und allfällige Steuernachzahlungen zu berechnen. Letztere sind den bereits gemachten Steuerrückstellungen gegenüberzustellen.⁸⁹⁴

8.2. Geldwerte Vorteile, stille Reserven und Mehrwertsteuer

Das Risiko, dass der Käufer bzw. die Gesellschaft eine Steuernachzahlung leisten muss, besteht aus folgenden Gründen:

(i) Es besteht die Möglichkeit, dass das Unternehmen geldwerte Vorteile⁸⁹⁵ zugunsten seiner Aktionäre, Verwaltungsratsmitglieder oder diesen nahestehenden Dritten erbracht hat, die von der Steuerbehörde nachträglich als verdeckte Gewinnausschüttung⁸⁹⁶ oder Gewinnvorwegnahme qualifiziert werden.⁸⁹⁷

Im Falle des Erbringens verdeckter Gewinnausschüttungen haben die oben genannten Personen Leistungen aus dem Eigenkapital der Gesellschaft erhalten, die einem Drittvergleich nicht standhalten (sog. «at Arm's-length»-Prinzip) bzw. die in einem offensichtlichen Missverhältnis zur Gegenleistung und zur wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft stehen. Der Aufwand ist geschäftsmässig nicht begründbar und für die Ausschüttung wird nicht der ausgewiesene Gewinn bzw. werden nicht die aus Gewinn gebildeten Reserven verwendet.⁸⁹⁸

Gewinnvorwegnahmen sind Vorgänge, bei welchen die Gesellschaft keinen oder einen zu tiefen Ertrag ausweist, weil ihr von Seiten der genannten Personen Vermögenszugänge vorenthalten wurden. Der Gewinn fällt in der Folge zu tief aus.⁸⁹⁹

⁸⁹⁴ KAPPLER, S. 43; CANEPA, S. 17.

⁸⁹⁵ Vgl. dazu HÖHN/WALDBURGER, Band II, N 86 und N 89 zu § 48.

⁸⁹⁶ Die Bezeichnung *verdeckte Gewinnausschüttung* ist insofern unpräzise, als sie nicht nur Gewinne betrifft, sondern sämtliche Leistungen, die aus dem Aktienkapital geschöpft werden. VON DER CRONE, Aktienrecht, N 44 (FN 2) zu § 9.

⁸⁹⁷ HÖHN/WALDBURGER, Band II, N 83 zu § 48; UNTERSANDER, S. 136.

⁸⁹⁸ CANEPA, S. 17; KAPPLER, S. 43 f.; HÖHN/WALDBURGER, Band II, N 85 zu § 48; KOCH, S. 99.

⁸⁹⁹ CANEPA, S. 17; KAPPLER, S. 43 f.; UNTERSANDER, S. 136 f.; HÖHN/WALDBURGER, Band II, N 85 zu § 48; KOCH, S. 99.

Die Gefahr für den Käufer besteht nun darin, dass die geldwerten Vorteile aufgrund ihrer steuerrechtlichen Unzulässigkeit von der Steuerbehörde zum steuerbaren Gewinn der Gesellschaft hinzugerechnet und damit nachbelastet werden. Ausserdem sind verdeckte Gewinnausschüttungen ebenso wie offene Gewinnausschüttungen verrechnungssteuerpflichtig, weshalb sich auch hier eine Nachsteuerforderung ergeben kann. Sie trifft jedoch nur den Begünstigten⁹⁰⁰ und nicht die Gesellschaft. Daneben ist an die steuerstrafrechtlichen Folgen zu denken, falls die geldwerte Leistung als Steuerhinterziehungstatbestand⁹⁰¹ qualifiziert.⁹⁰²

(ii) Als zweites besteht die Möglichkeit, dass die Unternehmensaktiven einen höheren oder die -passiven einen tieferen Verkehrswert als den steuerlich massgebenden Buchwert⁹⁰³ aufweisen. Eine solche Konstellation wird als *stille Reserven* bezeichnet, die steuerrechtlich nicht anerkannt wird. Im Falle einer buchmässigen Realisation der stillen Reserven, d.h. bei einer Aufwertung der Aktiven oder Abwertung der Passiven, wird der Gewinn von den Steuerbehörden zum steuerbaren Gewinn der jeweiligen Veranlagungsperiode hinzugerechnet und damit nachbelastet.⁹⁰⁴ Der Käufer sollte deshalb bereits im Rahmen der Due Diligence abklären, ob stille Reserven vorliegen und mit welchem Kostenrisiko sie verbunden sind.

(iii) Auch aus der Mehrwertsteuer können sich steuerrechtliche Risiken ergeben. Es besteht zwar nicht die Gefahr einer Nachsteuer, doch kann das Unternehmen

⁹⁰⁰ In der Regel nimmt die leistende Gesellschaft das Meldeverfahren nach Art. 20 VStG i.V.m. Art. 24 VStV in Anspruch, falls bei der Steuerveranlagung eine geldwerte Leistung festgestellt worden ist. Dies hat zur Folge, dass die Steuerbehörde auf die Erhebung der Verrechnungssteuer bei der Gesellschaft verzichtet. Der Aktionär kann die Verrechnungssteuer von 35% auf der geldwerten Leistung hingegen nicht mehr nachträglich einfordern, da er die Leistung ursprünglich nicht ordnungsgemäss deklariert hat. HABERMACHER JOSEF, Steuerliche Korrekturen von geldwerten Leistungen, Dienststelle Steuern des Kantons Luzern, Abteilung juristische Personen, Steuerseminar 2010, S. 8, abrufbar unter <https://steuern.lu.ch/-/media/Steuern/Dokumente/Steuerseminare/2010/steuerseminar_2010_geldwerte_leistungen_skript.pdf>, 01.08.2019.

⁹⁰¹ Dies könnte beispielsweise der Fall sein, wenn ein grösserer Privataufwand unter dem Geschäftsaufwand verbucht wird.

⁹⁰² KAPPLER, S. 44; UNTERSANDER, S. 137; HÖHN/WALDBURGER, Band II, N 98 zu § 48.

⁹⁰³ Der steuerlich massgebende Buchwert bzw. der Gewinnsteuerwert der Aktiven entspricht dem Wert, der in der Handelsbilanz ausgewiesen wird, zuzüglich der stillen Reserven. HÖHN/WALDBURGER, Band I, N 42 zu § 18.

⁹⁰⁴ HÖHN/WALDBURGER, Band II, N 110 zu § 48, und Band I, N 42 zu § 18; KAPPLER, S. 44.

nur dann eine Steuerbefreiung oder einen Vorsteuerabzug geltend machen, wenn es den mehrwertsteuerrechtlichen Dokumentationspflichten ordnungsgemäss nachgekommen ist.⁹⁰⁵

8.3. Steuerfolgen

Je nach Ausgestaltung der Transaktion können steuerliche Zusatzbelastungen entstehen, z.B. weil vorteilhafte Steurrulings wegfallen oder Sperrfristen verletzt werden. Eine Optimierung der Steuerfolgen ist für beide Parteien von Interesse.⁹⁰⁶

Bei der Identifikation steuerrechtlicher Wert- und Kostenrisiken ist darauf zu achten, dass die nachstehenden Überlegungen angestellt werden:

- Verlustvorträge der Gesellschaft können mit einem künftigen Gewinn verrechnet werden.⁹⁰⁷ Vom Reingewinn der Steuerperiode lassen sich die Verluste aus sieben der Steuerperiode⁹⁰⁸ vorangegangenen Geschäftsjahre abziehen, sofern sie bei der Berechnung des steuerbaren Reingewinnes dieser Jahre nicht berücksichtigt werden konnten.⁹⁰⁹
- Die Besteuerung des künftigen Ertrags kann reduziert werden, indem der aufgewendete Kaufpreis möglichst rasch abgeschrieben wird. Beim Aktienkauf lässt sich eine Kaufpreisabschreibung jedoch nur vornehmen, falls der innere Wert der gekauften Aktien bzw. das anteilmässige Eigenkapital unter den bisherigen Buchwert fällt. Faktisch wird dabei eine Wertberichtigung der Beteiligungen vorgenommen.⁹¹⁰
- Aktienkäufe sind weder für den Käufer noch für den Verkäufer mehrwertsteuerpflichtige Umsätze, auch die Abgabe einer Verrechnungssteuer ist nicht vorgesehen. Unter Umständen fällt aber eine Umsatzabgabe von 0.15% (bzw.

⁹⁰⁵ KAPPLER, S. 44.

⁹⁰⁶ S. MEYER, S. 57.

⁹⁰⁷ KAPPLER, S. 44 f.

⁹⁰⁸ Art. 79 DBG.

⁹⁰⁹ Art. 67 Abs. 1 DBG.

⁹¹⁰ KAPPLER, S. 45.

von 0.3% bei ausländischen Effekten) an, wenn an der Transaktion ein Effekthändler⁹¹¹ i.S.v. Art. 13 StG beteiligt⁹¹² ist.⁹¹³

- Die Kaufpreisfinanzierungskosten und die damit verbundenen Zinsaufwendungen lassen sich im Allgemeinen als Aufwand deklarieren. Voraussetzung ist, dass die Zinsen einem Drittvergleich standhalten, d.h. den Richtwerten der Eidgenössischen Steuerverwaltung entsprechen. Eine Qualifikation des Fremdkapitals als verdecktes Eigenkapital⁹¹⁴ sollte damit unterbleiben.⁹¹⁵
- Damit der Verkäufer als natürliche Person, die ihre Aktien im Privatvermögen hält,⁹¹⁶ einen steuerfreien Kapitalgewinn⁹¹⁷ realisieren kann, ist bei der steuerlichen Planung darauf zu achten, dass die Transaktion nicht als indirekte Teilliquidation⁹¹⁸ oder Transponierung⁹¹⁹ qualifiziert wird^{920, 921}. Weitere Ausführungen hierzu finden sich in Kap. III.C.4.4.

⁹¹¹ Effekthändler sind natürliche und juristische Personen und Personengesellschaften, die gewerbmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen, auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten oder selbst Derivate schaffen und öffentlich anbieten (Art. 2 lit. d BEHG).

⁹¹² Der Effekthändler kann als Vertragspartei oder Vermittler beteiligt sein.

⁹¹³ TSCHÄNI, Übernahme- und Zusammenschlussformen, S. 26.

⁹¹⁴ Als verdecktes Eigenkapital wird gemäss Art. 65 DBG Fremdkapital bezeichnet, dem wirtschaftlich die Bedeutung von Eigenkapital zukommt.

⁹¹⁵ HÖHN/WALDBURGER, Band II, N 27 f. zu § 48; KAPPLER, S. 45.

⁹¹⁶ Hält der Verkäufer seine Aktien hingegen im Geschäftsvermögen, fällt ein steuerbarer Kapitalgewinn an. Dieser entspricht der Differenz zwischen dem Verkaufserlös und dem Gewinnsteuerwert.

⁹¹⁷ Art. 16 Abs. 3 DBG und Art. 7 Abs. 4 lit. b StHG.

⁹¹⁸ Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG und Art. 7a Abs. 1 StHG; Vgl. zu den Voraussetzungen, die kumulativ erfüllt sein müssen: KS ESTV, Nr. 14, Indirekte Teilliquidation vom 6. November 2007.

⁹¹⁹ Art. 20a Abs. 1 lit. b DBG; Die Transponierung setzt allerdings voraus, dass der Verkäufer nach dem Vollzug noch mindestens zur Hälfte am Kapital beteiligt ist. Ein Vorgehen, das vorliegend nicht Gegenstand der Untersuchungen ist. TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 25 (FN 55) zu § 3.

⁹²⁰ Weitere Ausnahmen vom Grundsatz der Erzielung eines steuerfreien Kapitalgewinns sind die gewillkürte Zuordnung der Aktien ins Geschäftsvermögen (Art. 18 DBG), die Qualifikation des Verkäufers als gewerbmässiger Wertschriftenhändler (Art. 18 DBG), die Qualifikation des Aktienkaufs als Mantelhandel und die Qualifikation des erzielten Erlöses als Lohnbestandteil (z.B. bei einem Earn-Out).

⁹²¹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 58 zu § 3.

9. Regulatorische Risiken

9.1. Vorbemerkung

Bei Unternehmen, die in regulierten Branchen tätig sind, besteht die Gefahr, dass die behördliche Bewilligung für die Transaktion nicht erteilt wird. Es ist aber auch denkbar, dass der Unternehmenskauf zwar zugelassen, jedoch an bestimmte Auflagen oder Bedingungen geknüpft wird. Während ersteres ein direktes Vollzugsrisiko darstellt, liegt im zweiten Fall aufgrund des zusätzlichen Zeit- und Kostenaufwands ein indirektes Vollzugsrisiko vor.

9.2. Versicherungsrechtliche Risiken

Die Aufnahme einer Versicherungstätigkeit hängt von der Bewilligungserteilung⁹²² der FINMA⁹²³ ab.⁹²⁴ Von der Bewilligungspflicht erfasst werden schweizerische Versicherungsunternehmen, welche eine Direkt- oder Rückversicherung betreiben, sowie ausländische Versicherungsunternehmen, welche ihr Geschäft in oder von der Schweiz aus tätigen⁹²⁵. Nicht bewilligungspflichtig sind ausländische Versicherungsunternehmen, welche in der Schweiz ausschliesslich dem Rückversicherungsgeschäft nachgehen^{926, 927}.

Erwirbt der Käufer Aktien einer Gesellschaft, die ein Versicherungsunternehmen betreibt, setzt dies grundsätzlich keine Bewilligung der FINMA voraus. Der Käufer muss der FINMA jedoch Meldung erstatten, wenn seine Beteiligung 10, 20, 33

⁹²² Die Bewilligung wird erteilt, wenn die gesetzlichen Anforderungen eingehalten werden und die Interessen der Versicherungsnehmer gewahrt sind (Art. 6 Abs. 1 VAG). Materiell wird vorausgesetzt, dass ein Geschäftsplan vorliegt (Art. 6 Abs. 1 VAG) und das erforderliche Mindestkapital (Art. 8 Abs. 1 VAG) sowie genügend Eigenmittel vorhanden sind.

⁹²³ Die FINMA ist seit dem 1. Januar 2009 Aufsichtsbehörde privater Versicherungsunternehmen in der Schweiz.

⁹²⁴ Art. 3 Abs. 1 VAG.

⁹²⁵ Art. 3 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 lit. a und lit. b VAG.

⁹²⁶ Art. 3 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 Abs. 2 lit. a VAG.

⁹²⁷ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 84 zu § 10.

oder 50%⁹²⁸ des Kapitals oder der Stimmrechte des Versicherungsunternehmens überschreitet. Eine solche Quote ist im vorliegend untersuchten Zusammenhang anzunehmen, weshalb der Käufer meldepflichtig ist. Gleiches gilt nach Art. 21 Abs. 3 VAG für den Verkäufer.⁹²⁹

Die FINMA kann den Aktienkauf an Auflagen knüpfen oder diesen gar gänzlich untersagen, wenn sie der Ansicht ist, dass die Art oder der Umfang der Beteiligung die Interessen der Versicherten gefährdet.⁹³⁰ Sie verlangt in diesem Zusammenhang umfassende Informationen über den Käufer und kann beispielsweise während einer Übergangsphase höhere Mindestkapitalanforderungen vorsehen.⁹³¹

Da die FINMA ein zeitlich unbefristetes Interventionsrecht hat, ist den Parteien anzuraten, bereits zu Beginn der Due Diligence eine schriftliche Bestätigung bezüglich der Durchführbarkeit der Transaktion einzuholen. Ansonsten besteht die Gefahr, dass der Aktienkauf nachträglich abgelehnt wird.⁹³²

⁹²⁸ Art. 21 Abs. 2 VAG.

⁹²⁹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 87 f. zu § 10.

⁹³⁰ Art. 21 Abs. 4 VAG; KEUSEN, S. 28.

⁹³¹ MÄCHLER-ERNE, S. 205 f.

⁹³² KEUSEN, S. 28.

9.3. Bankenrechtliche Risiken

a. Bewilligungen

Banken benötigen zur Aufnahme ihrer Geschäftstätigkeit ebenfalls eine Bewilligung der FINMA⁹³³ und häufig eine Effektenhändlerbewilligung⁹³⁴. Beide Bewilligungen werden nur unter Einhaltung bestimmter Voraussetzungen⁹³⁵ erteilt.⁹³⁶ Bereits vorhandene Bewilligungen bleiben beim Aktienkauf jedoch bestehen. Eine neue Bewilligung betreffend die Geschäftstätigkeit ist nicht erforderlich.

Zusätzlich kann die Aufsichtsbehörde eine Bewilligungspflicht⁹³⁷ vorsehen, falls eine nach schweizerischem Recht errichtete Bank ausländisch beherrscht⁹³⁸ wird oder bei einer ausländisch beherrschten Bank von Ausländern⁹³⁹ gehaltene qualifizierte Beteiligungen⁹⁴⁰ die Hand wechseln. Geht die Kontrolle mit dem Vollzug des Kaufvertrags ins Ausland über, oder kommt es zu einer Änderung des beste-

⁹³³ Art. 3 Abs. 1 Bankengesetz (BankG).

⁹³⁴ Art. 10 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 17 ff. BEHV. Dies gilt für Effektenhändler mit Sitz in der Schweiz. Effektenhändler mit Sitz im Ausland und physischer Präsenz in der Schweiz bedürfen hingegen einer FINMA-Bewilligung als Zweigniederlassung oder Vertretung, falls die Voraussetzungen nach Art. 39 Abs. 1 lit. a BEHV erfüllt sind. SCHOTT/SESTER, N 57 zu § 22.

⁹³⁵ Vgl. hierzu Art. 3 Abs. 2 BankG und Art. 10 Abs. 2 BEHG.

⁹³⁶ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 59 f. zu § 10.

⁹³⁷ Art. 3^{ter} Abs. 1 und 2 BankG.

⁹³⁸ Eine nach schweizerischem Recht organisierte Bank wird ausländisch beherrscht, wenn Ausländer mit qualifizierten Beteiligungen direkt oder indirekt mit mehr als der Hälfte der Stimmen an ihr beteiligt sind oder in anderer Weise einen beherrschenden Einfluss auf sie ausüben können (Art. 3^{bis} Abs. 3 BankG).

⁹³⁹ Als Ausländer i.S. des BankG gelten natürliche Personen, die weder das Schweizer Bürgerrecht noch eine Niederlassungsbewilligung in der Schweiz besitzen, sowie juristische Personen und Personengesellschaften, die ihren Sitz im Ausland haben oder, wenn sie ihren Sitz im Inland haben, von den vorgenannten natürlichen Personen beherrscht werden (Art. 3^{bis} Abs. 3 BankG).

⁹⁴⁰ Eine qualifizierte Beteiligung liegt vor, wenn eine natürliche oder juristische Person direkt oder indirekt mit mindestens 10% des Kapitals oder der Stimmen an der Bank beteiligt ist, oder die Geschäftstätigkeit auf andere Weise massgebend beeinflussen kann (Art. 3 Abs. 2 lit. c^{bis} BankG).

henden ausländischen Einflusses, haben die Parteien zu prüfen, ob eine Zusatzbewilligung einzuholen ist. Gelangt hingegen eine ausländisch beherrschte Bank oder Effekthändlerin unter schweizerische Kontrolle, bedarf es keiner zusätzlichen Bewilligung.⁹⁴¹ Die zeitliche Verzögerung der Transaktion, die aufgrund des Einholens einer Zusatzbewilligung entstehen kann, ist teilweise beträchtlich. Besonders in Fällen, in denen das Erfordernis des Gegenrechts von der FINMA zum ersten Mal geprüft wird, ist das Zeitrisko als Kostenrisiko in die Transaktion einzukalkulieren.

Anzumerken ist, dass mit dem am 1. Januar 2020 in Kraft tretenden Finanzinstituts-gesetz (FINIG)⁹⁴² die Bewilligungsvoraussetzungen und organisatorischen Anforderungen für die Finanzinstitute in der Schweiz neu geregelt werden.⁹⁴³

b. Daten und Unterlagen

Zur Identifikation bankenrechtlicher Vollzugsrisiken ist nebst den notwendigen Bewilligungen insbesondere auch die Korrespondenz zwischen der Zielgesellschaft und der FINMA zu analysieren. Bedeutsam ist in diesem Zusammenhang der jährliche Prüfbericht, welchen die Prüfungsgesellschaft innert vier Monaten nach Jahresabschluss zuhanden der FINMA erstellen muss. Er enthält eine Einschätzung der Risikolage und bestimmt aufgrund verschiedener Risikofaktoren das Nettorisiko der betreffenden Bank.⁹⁴⁴

Prüfungswert sind weiter die Berichte der internen Revisionsstelle⁹⁴⁵, da sie Aufschluss über das Risikoprofil, die Angemessenheit und Wirksamkeit des internen

⁹⁴¹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 61 ff., 72, 74 und 79 f. zu § 10.

⁹⁴² Zweckgedanke des FINIG ist die Stärkung des Anleger- und Kundenschutzes und die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts. Der Geltungsbereich erstreckt sich auf Wertpapierhäuser (heute Effekthändler), Trustees, Fondsleitungen, Vermögensverwalter und Verwalter von Kollektivvermögen (Art. 1 Abs. 2 und Art. 2 Abs. 1 FINIG).

⁹⁴³ BERTSCHINGER, S. 558.

⁹⁴⁴ Vgl. www.finma.ch > Branchenübergreifende Themen > Prüfwesen > Prüfwesen bei Banken.

⁹⁴⁵ Vgl. hierzu die Ausführungen im FINMA-RS 2017/01 Corporate Governance - Banken, N 91–97.

Kontrollsystems sowie die internen und externen Risikofaktoren der Bank geben. Zu studieren sind auch die Protokolle eines allfälligen Prüfungsausschusses⁹⁴⁶ des Verwaltungsrats und das Effektenjournal⁹⁴⁷ (sofern die Bank gleichzeitig Effekthändlerin ist). Letzterem kann die Führung des Handels entnommen werden.⁹⁴⁸ Jedes Bankinstitut unterhält sodann eine Compliance-Funktion, die dem Verwaltungsrat in ihrer jährlichen Berichterstattung eine Einschätzung des Compliance-Risikos abgeben muss. Auch diese Dokumente dürften den Käufer interessieren.⁹⁴⁹ Ebenso wichtig ist die Prüfung der Unterlagen der Risikokontroll-Funktion, deren Aufgabe darin besteht, als unabhängige Kontrollinstanz das Risikoprofil des Instituts zu überwachen und die notwendigen Risikoinformationen bereitzustellen. Die (mindestens) halbjährlichen Berichte an die Geschäftsleitung der Bank sowie der jährliche Bericht zuhanden des Verwaltungsrats geben Aufschluss über die Risikopositionen und die Risikolage der Bank.⁹⁵⁰ Sie bilden damit einen zwingenden Bestandteil der Due Diligence.⁹⁵¹

Um (Klumpen-)Risiken besser antizipieren zu können, sollte der Käufer die vergebenen Bankkredite möglichst frühzeitig analysieren. Auch wird es für seinen Kaufentscheid massgeblich sein, wer die grössten Bankkunden sind. Die Prüfung der Kredit- und Kundendaten ist jedoch insofern schwierig, als sie dem Bankgeheimnis⁹⁵² unterliegen. Bei der Durchführung der Due Diligence ist deshalb darauf

⁹⁴⁶ Ab einer gewissen Grösse oder Komplexität des Instituts ist ein Prüfungsausschuss einzurichten. Vgl. FINMA-RS 2017/01 Corporate Governance - Banken, N 31, 40–46.

⁹⁴⁷ Jeder Effekthändler muss ein Journal führen, damit die Transaktionen nachvollzogen und überprüft werden können. FINMA-RS 2008/04 Effektenjournal, N 1.1.

⁹⁴⁸ TSCHÄNI, Kauf von Banken, S. 35 ff.

⁹⁴⁹ Vgl. zu den Aufgaben und Verantwortlichkeiten der Compliance-Funktion das FINMA-RS 2017/01 Corporate Governance - Banken, N 77–81.

⁹⁵⁰ Vgl. FINMA-RS 2017/01 Corporate Governance - Banken, N 69–76.

⁹⁵¹ TSCHÄNI, Kauf von Banken, S. 39.

⁹⁵² Nach Art. 47 BankG ist strafbar, wer vorsätzlich ein Geheimnis offenbart, das ihm in seiner Eigenschaft als Organ, Angestellter, Beauftragter oder Liquidator einer Bank oder als Organ oder Angestellter einer Prüfgesellschaft anvertraut worden ist bzw. das er in dieser Eigenschaft wahrgenommen hat. Das Bankgeheimnis erfasst sämtliche geschäftlichen Beziehungen zwischen der Bank und ihren Kunden. Auch die Existenz der Kundenbeziehung an sich unterliegt dem Bankgeheimnis. TSCHÄNI, Kauf von Banken, S. 40; Vgl. auch KALKBRENNER ARNDT, Bankgeheimnis und Datenschutz, 3. Aufl., Berlin 2016.

zu achten, dass die Daten entweder vom Verkäufer anonymisiert oder durch eine Revisionsgesellschaft geprüft werden, die ihrerseits dem Bankgeheimnis unterstellt ist.⁹⁵³ Im Schrifttum⁹⁵⁴ wird zudem die Möglichkeit diskutiert, ein Mitglied des Verwaltungsrats des Käufers in den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zu entsenden, um so an die gewünschten Informationen zu gelangen. Diese Option erscheint jedoch aufgrund des Interessenkonflikts und der Verantwortlichkeit, die der betreffende Verwaltungsrat vermutlich nicht gewillt ist einzugehen, wenig praktikabel. Eher schwierig umsetzbar erscheint auch der Vorschlag, vom Bankkunden eine Einwilligung einzuholen, die ihn betreffenden Daten einsehen zu dürfen.⁹⁵⁵

c. Meldepflicht

Jede natürliche oder juristische Person hat die Pflicht, der FINMA vorab zu melden⁹⁵⁶, wenn sie direkt oder indirekt eine qualifizierte Beteiligung an einer nach schweizerischem Recht organisierten Bank oder Effektenhändlerin oder an einer Zweigniederlassung einer ausländischen Bank oder Effektenhändlerin erwirbt oder veräussert. Die Meldepflicht besteht auch, wenn eine qualifizierte Beteiligung insofern vergrössert oder verkleinert wird, dass die Schwellenwerte von 10, 20, 33 oder 50% des Kapitals oder der Stimmen erreicht, über- oder unterschritten werden⁹⁵⁷. Die Institute ihrerseits sind der FINMA ebenfalls meldepflichtig.⁹⁵⁸

Beim vorliegend untersuchten Aktienkauf hält der Käufer nach dem Vollzug definitionsgemäss eine qualifizierte Beteiligung, weshalb der FINMA immer Meldung zu erstatten ist. Die Meldung hat im Voraus, d.h. vor dem Vollzug des Aktienkaufvertrags zu erfolgen. Mit dem Vollzug ist bis zur Genehmigung der

⁹⁵³ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 82 zu § 10; HONEGGER/FRICK, S. 7 f.

⁹⁵⁴ Vgl. HONEGGER/FRICK, S. 8.

⁹⁵⁵ TSCHÄNI, Kauf von Banken, S. 41.

⁹⁵⁶ Es handelt sich bei der Meldepflicht nicht um eine Bewilligungspflicht.

⁹⁵⁷ Vgl. Art. 3 Abs. 5 BankG; Art. 28 Abs. 1 BEHV.

⁹⁵⁸ Vgl. www.finma.ch > Bewilligung > Banken und Effektenhändler > Bewilligungsänderung > Meldepflichten > Qualifizierte Beteiligungen.

FINMA zuzuwarten. Dies ist den Parteien auch aufgrund der potenziellen Sanktionen, wie dem Entzug der Bankenbewilligung, falls der neue Inhaber der qualifizierten Beteiligung nicht über die erforderlichen subjektiven Qualifikationen⁹⁵⁹ verfügt, anzuraten.⁹⁶⁰

9.4. Risiken beim Grundstückerwerb durch Personen im Ausland

Bei der Due Diligence ist weiter zu untersuchen, ob durch den Aktienkauf ein bewilligungspflichtiger Grundstückerwerb durch eine Person im Ausland vorliegt. Es ist deshalb den Fragen nachzugehen, ob die Zielgesellschaft als Immobiliengesellschaft (objektive Bewilligungspflicht) und der Käufer als Person im Ausland (subjektive Bewilligungspflicht) zu qualifizieren sind.⁹⁶¹ Bei kumulativer Erfüllung beider Voraussetzungen und einer beherrschenden Stellung⁹⁶² des Käufers innerhalb des Unternehmens bedarf der Aktienkauf der Bewilligung durch die betreffende kantonale Behörde.

Als natürliche⁹⁶³ Personen im Ausland gelten Ausländer mit Wohnsitz im Ausland oder, falls sie Wohnsitz in der Schweiz haben, Ausländer, die weder Staatsange-

⁹⁵⁹ Der qualifiziert Beteiligte hat gemäss Art. 3 Abs. 2 lit. c^{bis} BankG zu gewährleisten, dass sich sein Einfluss nicht zum Schaden einer umsichtigen und soliden Geschäftstätigkeit auswirkt, bzw. gemäss Art. 10 Abs. 2 lit. d BEHG Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit zu bieten.

⁹⁶⁰ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 64, 68 zu § 10.

⁹⁶¹ MALACRIDA, Lex Koller, S. 1187; GEISSMANN/HUBER/WETZEL, N 172; WATTER/SCHNELLER, S. 246.

⁹⁶² Die beherrschende Stellung kann aufgrund der finanziellen Beteiligung, des Stimmrechts oder aus anderen Gründen bestehen, wenn die Person allein oder gemeinsam mit anderen Personen im Ausland die Verwaltung oder Geschäftsführung der Zielgesellschaft entscheidend beeinflussen kann. Die Beherrschung wird vermutet, wenn die Person mehr als einen Drittel des Aktienkapitals besitzt und über mehr als einen Drittel der Stimmen in der Generalversammlung verfügt. Art. 6 Abs. 1 i.V.m. Abs. 2 lit. a und b BewG.

⁹⁶³ Für die juristischen Personen im Ausland vgl. Art. 5 Abs. 1 lit. b und c sowie Art. 6 BewG.

hörige eines Mitgliedstaats der Europäischen Gemeinschaft (EG) oder der Europäischen Freihandelsassoziation (EFTA) sind, noch eine gültige Niederlassungsbewilligung C besitzen^{964, 965}

Als (nicht kotierte) Immobiliengesellschaften i.S.v. Art. 4 Abs. 1 lit. e BewG gelten Gesellschaften, deren Zweck auf den Erwerb und das Halten von Grundstücken (meist Wohneinheiten oder Bauland) gerichtet ist und deren Immobilienanlagen im Minimum einen Drittel der gesamten Aktiven ausmachen. Die Quote wird von den sie vertretenden Autoren wie GEISSMANN/HUBER/WETZEL mit Verweis auf den aufgehobenen Art. 4 Abs. 1 lit. d aBewG begründet. Demnach unterlag der Kauf eines Anteils an einer juristischen Person der Bewilligungspflicht, wenn deren Aktiven zu mehr als einem Drittel aus Grundstücken in der Schweiz bestanden. Anderer Ansicht sind BAUMGARTNER/HAUSER und MALACRIDA, die in Anlehnung an den Begriff der Immobiliengesellschaft unter der Lex Friedrich⁹⁶⁶ davon ausgehen, dass erst dann eine Immobiliengesellschaft vorliegt, wenn die Grundstücke mehr als 50% aller Aktiven der Gesellschaft ausmachen (vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. e aBewG).⁹⁶⁷ Das Bundesgericht hat die Quote für die Annahme einer Immobiliengesellschaft bislang offen gelassen.

Keine Bewilligungspflicht besteht, wenn das Grundstück der Gesellschaft als ständige Betriebsstätte⁹⁶⁸ dient⁹⁶⁹. Der Kauf von Aktien einer Gesellschaft, die ein in-

⁹⁶⁴ Art. 5 Abs. 1 lit. a und a^{bis} BewG i.V.m. Art. 2 BewV.

⁹⁶⁵ BUNDESAMT FÜR JUSTIZ (BJ), Merkblatt vom 1. Juli 2009, S. 2.

⁹⁶⁶ Bundesgesetz über den Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland vom 16. Dezember 1983 in der Fassung von 1984.

⁹⁶⁷ Vgl. WATTER/SCHNELLER, S. 248; BAUMGARTNER/HAUSER, S. 89; MALACRIDA, Lex Koller, S. 1190.

⁹⁶⁸ Betriebsstätten sind Grundstücke, die zu wirtschaftlichen Zwecken genutzt werden, z.B. Fabrikationsgebäude, Lagerhallen, Büros, Verkaufsläden, Hotels, Restaurants oder Handwerksstätten. Es ist unerheblich, ob das Grundstück der Gesellschaft oder einem Dritten dient bzw. zur Ausübung einer wirtschaftlichen Tätigkeit vermietet oder verpachtet wird. Keine wirtschaftliche Tätigkeit besteht, wenn Wohnraum erstellt, vermietet, verpachtet oder damit Handel getrieben wird (Art. 3 BewV); Vgl. auch MALACRIDA, Lex Koller, S. 1190 f.

⁹⁶⁹ Art. 2 Abs. 2 lit. a BewG.

dustrielles Unternehmen oder ein Handelsunternehmen betreibt, ist daher bewilligungsfrei, da solche Grundstücke im Allgemeinen zu Betriebszwecken⁹⁷⁰ gehalten werden.⁹⁷¹ Sind die Voraussetzungen für einen Grundstückerwerb durch eine Person im Ausland erfüllt, kann die Zielgesellschaft folglich nur noch Betriebsstätten-Grundstücke bewilligungsfrei erwerben.⁹⁷²

Im Zusammenhang mit der Einholung der Bewilligung ist zu bedenken, dass (i) der Vollzug des Aktienkaufvertrags unwirksam bleibt, solange die rechtskräftige Bewilligung der zuständigen kantonalen Behörde nicht vorliegt;⁹⁷³ (ii) der Kauf nichtig wird, falls die Parteien die Aktien übertragen, ohne vorgängig die notwendige Bewilligung einzuholen bzw. abzuwarten, bis die Bewilligung in Rechtskraft erwachsen ist,⁹⁷⁴ oder (iii) falls die Bewilligung von der Behörde rechtskräftig verweigert oder widerrufen⁹⁷⁵ wird.⁹⁷⁶

9.5. Compliance

Bei Unternehmen, die in regulierten Branchen⁹⁷⁷ tätig sind, ist zur Beurteilung der regulatorischen Risiken der Frage nachzugehen, ob Rechtsverletzungen bereicherspezifischer Vorschriften⁹⁷⁸ vorliegen und ob das Unternehmen Compliance Programme⁹⁷⁹ implementiert hat, die dem entgegenwirken.

⁹⁷⁰ Gleiches gilt für den Kauf einer Immobiliengesellschaft, deren Portfolio sich primär aus Betriebsstätten zusammensetzt. WATTER/SCHNELLER, S. 245 f.

⁹⁷¹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 111 f. zu § 10.

⁹⁷² TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 113 zu § 10.

⁹⁷³ Art. 26 Abs. 1 BewG.

⁹⁷⁴ Art. 26 Abs. 2 lit. a BewG.

⁹⁷⁵ Art. 26 Abs. 2 lit. b BewG.

⁹⁷⁶ BJ, Merkblatt vom 1. Juli 2009, S. 12.

⁹⁷⁷ Wie Finanzdienstleister oder Unternehmen im Gesundheitswesen, in der Ernährungs- oder Energiebranche.

⁹⁷⁸ Ein Beispiel einer regulatorischen Vorschrift ist die Europäische Chemikalienverordnung (REACH), die eine Registrierungspflicht für Hersteller, Importeure und nachgeschaltete Anwender von Chemikalien vorsieht.

⁹⁷⁹ Wie Compliance Schulungen für die Mitarbeitenden oder das Vorhandensein einer Whistleblower-Hotline, d.h. einer Meldestelle für Rechtsverstöße.

Rechtsverletzungen implizieren ein Kostenrisiko, da sie regelmässig mit Bussen, Schadenersatzforderungen oder Investitionen verbunden sind. Bei gravierenden Rechtsverstössen ist gar der Verlust einer geschäftsnotwendigen Bewilligung oder die Anpassung der Geschäftsprozesse denkbar.⁹⁸⁰

In die Risikoprüfung sind aber nicht nur allfällige regulatorische Verletzungen einzubeziehen, sondern es ist auch nach dem Gestaltungsspielraum zu fragen, den die jeweiligen Regulierungen dem Unternehmen belassen. Idealerweise kann der Käufer die Geschäftsstrategie trotz der regulatorischen Vorgaben nach seinen Vorstellungen weiterentwickeln.⁹⁸¹

10. Wettbewerbsrechtliche Risiken

Erfolgt der Unternehmenskauf in Form eines Zusammenschlusses durch Kontrollerwerb, wird er von Art. 4 Abs. 3 des Kartellgesetzes (KG)⁹⁸² erfasst. Demnach ist der Vollzug je nach Grösse der an der Transaktion beteiligten Unternehmen vorgängig der Wettbewerbskommission (WEKO) zu melden. Zweck des sog. Systems der präventiven Zusammenschlusskontrolle ist es, eine marktbeherrschende Stellung des Käufers zu verhindern.⁹⁸³

Ein Aktienkauf qualifiziert als Unternehmenszusammenschluss nach Art. 4 Abs. 3 KG, falls (i) die Stimmenmehrheit⁹⁸⁴ über das Unternehmen auf den Käufer übergeht, (ii) dieser bereits mindestens ein anderes Unternehmen hält, und (iii) durch den Aktienkauf die in Art. 9 Abs. 1 KG festgelegten Schwellenwerte überschritten

⁹⁸⁰ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 172; EMCH, S. 163 f.; Vgl. auch TSCHÄNI, Kauf von Banken, S. 34 ff.

⁹⁸¹ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 173.

⁹⁸² Unter die Bestimmung fallen sämtliche Arten des Kontrollerwerbs, da die im Gesetzestext bezeichneten Formen des *"Erwerb[s] einer Beteiligung"* und des *"Abschluss[es] eines Vertrages"* nicht abschliessend zu verstehen sind. WATTER/SCHNELLER, S. 235.

⁹⁸³ REINERT, BSK KG, Komm. zu Vor Art. 9 und 10 KG, N 1.

⁹⁸⁴ Stimmenmehrheit bedeutet vorliegend die Hälfte der Aktienstimmen plus einer Stimme. Vorbehalten bleiben Konstellationen, in denen der Käufer trotz Stimmenmehrheit faktisch keine Kontrolle erlangt, weil beispielsweise statutarisch höhere Mehrheitserfordernisse vorgesehen sind oder die Stimmkraft des Käufers aufgrund einer Vinkulierung beschränkt ist. TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 12 zu § 10.

werden. Letzteres ist gegeben, falls das Unternehmen des Käufers und das Zielunternehmen gemeinsam einen weltweiten Umsatz von mindestens zwei Milliarden Schweizer Franken oder einen auf die Schweiz entfallenden Umsatz von insgesamt mindestens 500 Millionen Schweizer Franken erwirtschaften.⁹⁸⁵ Zudem müssen zwei der an der Transaktion beteiligten Unternehmen im letzten Geschäftsjahr einen Umsatz von je 100 Millionen Schweizer Franken in der Schweiz erzielt haben^{986, 987} Bei Versicherungsgesellschaften treten an die Stelle des Umsatzes die jährlichen Bruttoprämieneinnahmen und bei Banken die Bruttoerträge.⁹⁸⁸ Die Mehrzahl der schweizerischen Unternehmenszusammenschlüsse ist aufgrund der Schwelle von 100 Millionen Schweizer Franken nicht meldepflichtig, da mindestens eines der beteiligten Unternehmen den Wert nicht erreicht. Der im internationalen Vergleich als hoch geltende Schwellenwert wird hauptsächlich von global tätigen Unternehmen und von schweizerischen Grosskonzernen erzielt, die in der Regel börsenkotiert sind.⁹⁸⁹ Die vorliegend untersuchten, nicht kotierten Gesellschaften werden hingegen kaum je von Art. 9 Abs. 1 lit. b KG erfasst.

Die vorgängige Meldepflicht hat zur Folge, dass der Kaufvertrag bis zur Genehmigung durch die Wettbewerbsbehörde nicht vollzogen werden darf. Die zeitliche Dauer des Prüfverfahrens ist als Kostenrisiko in die Due Diligence miteinzubeziehen. Die Möglichkeit, dass die WEKO den Kauf untersagt oder eine bereits erteilte Zulassung infolge Nichterfüllung allfälliger Auflagen widerruft, ist als direktes Vollzugsrisiko zu bewerten. Die Gefahr, dass die WEKO Auflagen oder Bedingungen vorsieht, die für den Vollzug erfüllt sein müssen, hat sich in den vergangenen Jahren insofern positiv entwickelt, als ihnen in der Regel keine aufschiebende Wirkung mehr zukommt. Sie können somit auch erst nach dem Vollzug umgesetzt bzw. erfüllt werden.⁹⁹⁰

⁹⁸⁵ Art. 9 Abs. 1 lit. a KG.

⁹⁸⁶ Bei der Bestimmung des Umsatzes einer natürlichen Person wird der Umsatz der von ihr kontrollierten Unternehmen verwendet. REINERT, BSK KG, Komm. zu Art. 9 KG, N 75.

⁹⁸⁷ Art. 9 Abs. 1 lit. b KG.

⁹⁸⁸ Art. 9 Abs. 3 KG.

⁹⁸⁹ REINERT, BSK KG, Komm. zu Art. 9 KG, N 3 f.

⁹⁹⁰ SEILER PHILIPPE/ANNASOHN RAPHAEL, Vortrag Bär & Karrer vom 4. September 2017.

11. Exkurs: Markt- und Geschäftsrisiken

Die Markt- und Geschäftsrisiken sind keine rechtlichen, sondern operative oder strategische Risiken. Da sie aber für die Einschätzung der zukünftigen Erträge und damit für die Bewertung des Unternehmens entscheidend sind, werden sie nachfolgend kurz dargestellt.

Als Beispiele für die Markt- und Geschäftsrisiken lassen sich Marktpreise, Wechselkurse, Produktnachfrage, Gewinn- und Ertragsentwicklung oder sicherheitspolitische Lage anführen. Sie sind keine statischen Grössen, sondern unterliegen stetiger Veränderung. Auch können sie nicht immer auf klar abgrenzbare Einzelfaktoren zurückgeführt werden. In Anbetracht der Vielzahl möglicher Entwicklungen und Parameter, die auf ein Unternehmen einwirken können, ist es wenig realistisch, sämtliche Markt- und Geschäftsrisiken bereits zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses vorherzusehen.⁹⁹¹

Die Markt- und Geschäftsrisiken sind aufgrund ihrer fehlenden Beeinflussbarkeit als Bedingungsrisiken zu qualifizieren. Sie können jedoch durch die an der Transaktion teilnehmenden Berater den Parteien bewusst gemacht und so im Idealfall in steuerbare Aktionsrisiken überführt werden.⁹⁹² Die Zinsänderungs-, Währungs- und Rohstoffrisiken können beispielsweise mittels Hedging⁹⁹³ oder einer Währungsklausel abgesichert werden. Im Zuge der Finanzmarktkrise sind aber auch

⁹⁹¹ LEU, S. 113.

⁹⁹² Wie in Kap. I.B. gesehen, ist es den Parteien überlassen, eine Vertragsanpassung für den Fall veränderter Verhältnisse vorzusehen oder bewusst auf eine solche zu verzichten. Das Fehlen einer vertraglichen Regelung erfolgt in Bezug auf die operativen Risiken jedoch meistens unbewusst, da bestimmte Markt- und Geschäftsrisiken schwierig zu antizipieren sind. Auch Unerfahrenheit, Unkenntnis oder Unsorgfalt können Gründe dafür sein, weshalb sie nicht zum Voraus bedacht werden. LEU, S. 113.

⁹⁹³ Unter *Hedging* ist ein finanzielles Sicherungsgeschäft zu verstehen, das zur Absicherung gegen Finanzrisiken eingegangen wird. Die Transaktion und das Sicherungsgeschäft werden dabei gekoppelt.

Identifikation

Fälle⁹⁹⁴ vorgekommen, in denen sich der Käufer aufgrund der veränderten Umstände durchweg geweigert hat, den Kauf zu vollziehen.⁹⁹⁵

⁹⁹⁴ Prominente Beispiele aus den USA sind der Nichtvollzug von Sallie Mae, United Rentals, Harman International Industries, Affiliated Computer Services oder Penn National Gaming. Bekanntestes Beispiel in der Schweiz ist der Nichtverkauf der Jelmoli Immobiliengruppe an Delek Blenheim. TRIEBOLD, S. 226 (FN 1).

⁹⁹⁵ SCHENKER, Risikoallokation, S. 243; TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 2.

C. Tabellarische Übersicht über die identifizierten Vollzugsrisiken

Nachstehend folgt eine tabellarische Übersicht über die zuvor identifizierten rechtlichen Vollzugsrisiken. Die Darstellung ist unterteilt in direkte und indirekte Risiken.

	Direkte Risiken	Indirekte Risiken
Gesellschaftsrechtliche Risiken	<ul style="list-style-type: none"> • Widerrechtliche Errichtung der Zielgesellschaft • Nichtbestand der Aktien • Nichtigkeit der Aktien • Ungültige Übertragung der Aktien • Nichtzustimmung des VR bei vinkulierten Aktien • Nichtzustimmung der GV zu allfälliger Statutenänderung • Nichtigkeit oder Anfechtung des GV-Beschlusses zur Statutenänderung 	
Vermögensrechtliche Risiken	<p>Grundeigentum:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Gesetzliche Übertragungsbeschränkungen (BewG) 	<p>Grundeigentum:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dingliche Belastungen • Rechte Dritter (z.B. Vorkaufrechte) • Wert- und Kostenrisiken aus Mietliegenschaften

Tabellarische Übersicht über die identifizierten Vollzugsrisiken

		<p>Immaterialgüterrechte:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nichtbestand der (ausländischen) Schutzrechte • Nichtberechtigung der Zielgesellschaft an den Schutzrechten • Nichteinhalten der formellen Schutzbestimmungen • Schutzrechtsverletzungen von oder gegenüber Dritten • Haftungsrisiken aus Lizenzverträgen • Pfandrechte oder richterliche Nutzungsbeschränkungen • Auslaufender Patentschutz • Nichtabtretung von Urheberrechten
Vertragsrechtliche Risiken	<p>Aktienkaufvertrag:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nichtzustandekommen, Nichtigkeit oder Anfechtung des Vertrags • Nichterfüllung 	<p>Aktienkaufvertrag:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Verzug
		<p>Vorfeldvereinbarungen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Schadenersatzfolgen bei Vertragsbruch • Ungewollte rechtliche Bindungswirkung

Tabellarische Übersicht über die identifizierten Vollzugsrisiken

	<p>Aktionärbindungsverträge:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Geltendmachung eines Vorkaufsrechts durch einen Dritten 	<p>Aktionärbindungsverträge:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Missachtung des Vorkaufsrechts eines Dritten: Schadenersatzfolge für den Verkäufer
	<p>Kontrollwechselklauseln:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ausübung des Kündigungsrechts bei einem für das Unternehmen geschäftsnotwendigen Vertrag 	<p>Kontrollwechselklauseln:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ausübung des Kündigungsrechts bei einem für das Unternehmen weniger bedeutenden Vertrag • Geltendmachung von Informations- und Mitwirkungsrechten, die für die Parteien mit Zeit und Kosten verbunden sind

		<p>Unzumutbare Fortführung des Vertragsverhältnisses:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ausserordentliche Kündigung von für den Unternehmenswert bedeutenden Dauerschuldverhältnissen oder von Verträgen mit höchstpersönlichen Rechten und Pflichten • Fehlende Möglichkeit des Käufers zur ausserordentlichen Kündigung ungewollter Dauerschuldverhältnisse
		<p>Arbeitsvertragliche Risiken</p> <p>Wert- und Kostenrisiken aus:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Einzelarbeitsverträgen, Betriebsvereinbarungen oder Gesamtarbeitsverträgen • Vergütungsstrukturen, Mitarbeiterbeteiligungen und Bonusplänen • der Personalvorsorge

Tabellarische Übersicht über die identifizierten Vollzugsrisiken

<p style="text-align: center;">Eventualrisiken</p>		<ul style="list-style-type: none"> • Gewährleistungs- und Garantieansprüche für vom Verkäufer zuvor erbrachte Leistungen • Produkthaftungen • Bürgschaften • Pfandbestellungen
<p style="text-align: center;">Prozessrechtliche Risiken</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Laufende, den Vollzug gefährdende Aktiv- und Passivprozesse oder administrative Verfahren • Bestehende, die künftige Tätigkeit des Zielunternehmens gefährdende Urteile, Verfügungen und Vergleiche 	<ul style="list-style-type: none"> • Prozesskosten (fehlende oder zu tiefe Rückstellungen) • Bestehende, die künftige Tätigkeit des Zielunternehmens vertuernde Urteile, Verfügungen und Vergleiche • Lange prozessuale Verfahrensdauer • Nichtanwendbarkeit des gewünschten Rechts • Nichtzuständigkeit des gewünschten Gerichts
<p style="text-align: center;">Umweltrechtliche Risiken</p>		<ul style="list-style-type: none"> • Umweltbelastungen und damit verbundene Haftungsrisiken in den Bereichen Boden, Wasser, Luft und Abfall • Beseitigung/Sanierung von Altlasten

Tabellarische Übersicht über die identifizierten Vollzugsrisiken

Steuerrechtliche Risiken		<ul style="list-style-type: none"> • Steuernachzahlungen infolge verdeckter geldwerter Vorteile oder nicht anerkannter stiller Reserven • Mehrwertsteuer: Nichterfüllung der Dokumentationspflichten • Qualifikation der Transaktion als indirekte Teilliquidation • Qualifikation des Fremdkapitals bzw. der Kaufpreisfinanzierungskosten als verdecktes Eigenkapital
Regulatorische Risiken	<ul style="list-style-type: none"> • Nichterteilung der behördlichen Bewilligung 	<ul style="list-style-type: none"> • Bewilligung wird an Auflagen oder Bedingungen geknüpft • Zusatzbewilligungen • Meldepflichtverletzungen • Lange Verfahrensdauer
Wettbewerbsrechtliche Risiken	<ul style="list-style-type: none"> • Vollzugsverbot • Widerruf der Zulassung infolge Nichterfüllung von Auflagen 	<ul style="list-style-type: none"> • Vollzug wird an Auflagen oder Bewilligungen geknüpft • Meldepflichtverletzung • Lange Verfahrensdauer

III. Vertragliche Allokation

A. Vorbemerkung

Die folgenden Kapitel geben eine Übersicht über ausgewählte Instrumente der vertraglichen Risikoallokation bei privaten Aktienkäufen. Dabei werden die zuvor identifizierten Risiken auf eine der Parteien transferiert. Ziel ist es nicht, in Bezug auf die jeweilige Risikoanordnung eine "absolute Wahrheit" zu ermitteln, sondern eine objektive Grundlage für die Vertragsverhandlungen zu schaffen. Sie soll es dem beratenden Juristen ermöglichen, die subjektiven Erwartungshaltungen der Gegenpartei und des Klienten besser zu managen.⁹⁹⁶

Welche Mechanismen schliesslich Eingang in den Vertrag finden, bestimmt sich in erster Linie nach den Umständen des Einzelfalls und der Verhandlungsmacht der Parteien. Es bestehen demnach keine allgemeingültigen Regeln, sondern vielmehr verschiedene Techniken, die je nach Ausgang der Vertragsverhandlungen zur Anwendung gelangen.⁹⁹⁷ Wichtig erscheint, trotz zunehmender Angleichung der Vertragsgestaltung an die angelsächsische Praxis nicht alle möglichen Konfliktsszenarien im Voraus regeln zu wollen. Vielmehr ist eine Abwägung der für die individuelle Vertragssituation wesentlichen Risiken vorzunehmen.

Es würde zu weit führen, sämtliche möglichen Klauseln im Einzelnen zugunsten des Käufers oder des Verkäufers darzustellen. Deshalb wird eine Auswahl bedeutender Instrumente getroffen, die für die Parteien einer privaten Eins-zu-Eins-Transaktion besonders geeignet erscheinen.

⁹⁹⁶ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 228.

⁹⁹⁷ BRUSE, S. 37.

B. Risikoallokation zugunsten des Käufers

1. Vollzugsbedingungen

1.1. Allgemeines

Beim Kauf eines Unternehmens liegt es in der Autonomie der Vertragsparteien, ob sie bestimmte Voraussetzungen als so fundamental erachten, dass sie die Vollzugsverpflichtung von deren Materialisierung abhängig machen wollen.⁹⁹⁸ Ein Risiko, dessen Eintritt aus Sicht des Käufers derart bedeutend ist, dass es den Kauf für ihn als unzweckmässig oder nicht lohnend erscheinen lässt, kann mittels einer Bedingung⁹⁹⁹ (sog. «Vollzugsbedingung» bzw. «Closing Condition») abgesichert werden.¹⁰⁰⁰

Grundsätzlich können Bedingungen aufschiebend (suspensiv)¹⁰⁰¹ oder auflösend (resolutiv)¹⁰⁰² ausgestaltet sein. In Aktienkaufverträgen kommt ihnen in der Regel eine aufschiebende Wirkung zu^{1003,1004}. Die Nichterfüllung der Bedingung berechtigt den Käufer zur Verweigerung der Leistung und bei endgültigem Dahinfallen zum Rücktritt vom Vertrag.¹⁰⁰⁵

Aus praktischen Überlegungen wird regelmässig nur der Vollzug, nicht aber die Gültigkeit des Aktienkaufvertrags mittels aufschiebender Bedingung abgesichert.

⁹⁹⁸ TSCHÄNI/DIEM, S. 109.

⁹⁹⁹ Art. 151–157 OR.

¹⁰⁰⁰ HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 348.

¹⁰⁰¹ Art. 151 OR; Eine aufschiebende Bedingung liegt vor, falls der Eintritt der gewollten Rechtswirkung vom Eintritt oder definitiven Ausbleiben eines bedingenden Ereignisses abhängig gemacht wird. EHRAT/WIDMER, BSK OR I, Vorbemerkungen zu Art. 151–157 OR, N 6.

¹⁰⁰² Art. 154 OR; Bei einer auflösenden Bedingung bewirkt der (Nicht-)Eintritt des bedingenden Ereignisses, dass die bisherige Wirkung des Rechtsgeschäfts entfällt. EHRAT/WIDMER, BSK OR I, Vorbemerkungen zu Art. 151–157 OR, N 6.

¹⁰⁰³ Oftmals wird eine Rückabwicklung aber dadurch erschwert, dass der Käufer die Geschäftstätigkeit des Unternehmens bereits beeinflusst hat und sich die daraus resultierenden Wertveränderungen kaum mehr quantifizieren lassen. HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 348.

¹⁰⁰⁴ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 49; WATTER/SCHNELLER, S. 256; M. MEYER, S. 203 f.

¹⁰⁰⁵ TSCHÄNI/WOLF, S. 97; MANNSDORFER, S. 220.

Abweichend vom Wortlaut in Art. 151 OR, der die aufschiebende Wirkung der Bedingung nur für Schuldverträge als Ganzes vorsieht, können nämlich auch nur einzelne vertragliche Rechte oder Pflichten suspensiv bedingt werden.¹⁰⁰⁶

Weiter wird der Käufer meist die Forderung nach einem sog. «Long-Stop-Date» stellen, d.h. nach einem Zeitpunkt, in dem sämtliche aufschiebenden Bedingungen erfüllt sein müssen. Sind die Bedingungen zum vereinbarten Zeitpunkt nicht erfüllt, wird der Vertrag in der Regel automatisch beendet, oder es steht den Parteien ein sofortiges Kündigungsrecht zu.¹⁰⁰⁷ Die Vereinbarung eines Long-Stop-Date empfiehlt sich vor allem deshalb, weil sich der Vertrag vor Eintritt der Bedingung in einem rechtlichen Schwebezustand befindet. Wird diesem Schwebezustand niemals ein Ende gesetzt, bleiben beide Parteien an den bedingten Vertrag gebunden. Auch der Verkäufer dürfte aufgrund der negativen Auswirkungen¹⁰⁰⁸, die ein längerer Schwebezustand auf den Wert des Unternehmens haben kann, an der Aufnahme eines Long-Stop-Date interessiert sein.¹⁰⁰⁹ Long-Stop-Dates eignen sich deshalb insbesondere für den Umgang mit Zeit- und Kostenrisiken, die sich beispielsweise aus einer langen regulatorischen oder prozessualen Verfahrensdauer ergeben können.

Wird die Erfüllung einer Bedingung von einer der Parteien aktiv verhindert, hat dies nicht automatisch das Dahinfallen des Vertrags wegen Nichterfüllung zur Folge. Vielmehr gilt die Bedingung in einem solchen Fall gemäss Art. 156 OR als erfüllt, und der Vertrag ist zu vollziehen.¹⁰¹⁰ Bezieht sich die Bedingung jedoch auf ein direktes und objektives Vollzugsrisiko wie ein Vollzugsverbot durch die Wettbewerbsbehörden, hat der Käufer keinen Anspruch, sich auf Art. 156 OR zu

¹⁰⁰⁶ EHRAT/WIDMER, BSK OR I, Vorbemerkungen zu Art. 151–157 OR, N 4; WATTER/SCHNELLER, S. 256.

¹⁰⁰⁷ MORSCHER, Kauf von Versicherungen, S. 92; TRIEBOLD, S. 229 f.

¹⁰⁰⁸ Bei einem längeren Schwebezustand besteht die Gefahr, dass z.B. Mitarbeitende, Kunden und Lieferanten abwandern.

¹⁰⁰⁹ TRIEBOLD, S. 229 f.; TSCHÄNI/DIEM, S. 97.

¹⁰¹⁰ M. MEYER, S. 206; TSCHÄNI/DIEM, S. 117; WATTER/SCHNELLER, S. 262; TSCHÄNI/WOLF, S. 58.

berufen.¹⁰¹¹ Die geschuldete Vertragserfüllung ist in diesem Fall unmöglich geworden.

1.2. Als Mittel zur Allokation privatrechtlicher Vollzugsrisiken

Im Umgang mit *gesellschaftsrechtlichen Risiken* empfiehlt sich die Aufnahme einer Bedingung insbesondere bei Vorliegen vinkulierter oder nicht vollständig liberierter Namenaktien der Zielgesellschaft. Dabei wird der Vollzug von der Bedingung abhängig gemacht, dass die Statuten abgeändert werden und die Vinkulierung aufgehoben wird oder der Verwaltungsrat der Übertragung der Aktien vor dem Vollzug zustimmt.¹⁰¹² Ebenso kann der Vollzug von der Zustimmung der Generalversammlung abhängig gemacht werden, falls die Zustimmung statutarisch oder von Gesetzes wegen vorgesehen ist.

Sodann können durch den Aktienverkauf *Vorkaufsrechte* ausgelöst werden. Falls die zu übertragenden Aktien derartigen Rechten unterliegen, ist vertraglich vorzusehen, dass die betreffende Drittperson auf ihr Vorkaufsrecht verzichtet.¹⁰¹³

Weiter dürfte der Käufer daran interessiert sein, den Vertrag nur dann zu vollziehen, wenn Drittparteien wirtschaftlich bedeutsame Verträge (wie Lizenz-, Miet- oder Produktionsverträge) mit der Zielgesellschaft nicht vorzeitig auflösen. Regelmässig machen die Vertragsparteien deshalb die *Zustimmung der Drittpartei*¹⁰¹⁴ zur suspensiven (oder seltener zur resolutiven) Bedingung des Kaufvertrags.¹⁰¹⁵ Gelegentlich wird in diesem Zusammenhang auch der Abschluss neuer Arbeitsverträge mit der Geschäftsleitung oder anderen wichtigen Mitarbeitenden

¹⁰¹¹ TSCHÄNI/DIEM, S. 117; WATTER/SCHNELLER, S. 264.

¹⁰¹² TSCHÄNI/DIEM, S. 110.

¹⁰¹³ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 264.

¹⁰¹⁴ Wissen die betreffenden Dritten, dass der Vertragsvollzug von ihrem Verhalten abhängig ist, kann dies ihrerseits zu hohen Forderungen bezüglich der verlangten Zustimmung führen. SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 255.

¹⁰¹⁵ WATTER/SCHNELLER, S. 255 f.; TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 49.

zur Vollzugsbedingung gemacht.¹⁰¹⁶ Sieht der Käufer jedoch davon ab, eine entsprechende Bedingung in den Aktienkaufvertrag aufzunehmen, riskiert er, Aktien einer Gesellschaft zu erwerben, die aufgrund des Verhaltens Dritter weniger wertvoll sind als ursprünglich angenommen. Für den Verkäufer bedeutet die Aufnahme einer suspensiven Vollzugsbedingung hingegen, den Verkauf vom Willen eines Dritten abhängig zu machen und im schlimmsten Fall das bereits verkauft geglaubte Unternehmen nicht mehr veräußern zu können.¹⁰¹⁷ Da der Erfolg des Vertrags mit Aufnahme einer solchen Bedingung letztlich in das Belieben einer (Dritt-)Partei oder des betreffenden Gremiums gestellt wird, sollten die Parteien vorsehen, dass die jeweilige Zustimmung bereits vor der Vertragsunterzeichnung einzuholen ist.¹⁰¹⁸

Daneben ist es zumindest in der angelsächsischen Vertragspraxis üblich, eine Bedingung in den Kaufvertrag aufzunehmen, wonach die verkäuferseitig abgegebenen Zusicherungen bei Vollzug unvermindert zutreffen müssen (sog. «Bring-Down»¹⁰¹⁹). Der Käufer ist folglich berechtigt, den Vollzug zu verweigern, wenn am Vollzugsstichtag eine entsprechende Verletzung vorliegt.¹⁰²⁰ Insbesondere bei einer erheblichen Verletzung scheint es aus Sicht des Käufers legitim, den Vertrag nicht vollziehen zu müssen.¹⁰²¹ Aus Sicht des Verkäufers ist eine solche Regelung jedoch insofern problematisch, als bei einem Unternehmenskauf Verletzungen von Zusicherungen aufgrund der Komplexität des Verkaufsgegenstands nahezu unvermeidbar sind. Je nach Verhandlungsstärke der Vertragsparteien wird eine solche Bring-Down-Klausel deshalb häufig nur in abgeschwächter Form, d.h. für das Vorliegen erheblicher Mängel, in den Vertrag aufgenommen.¹⁰²²

Sodann stellt sich dem Käufer die Frage, wie mit erheblichen nachteiligen Änderungen des Unternehmenszustands oder der Marktverhältnisse in der Zeitspanne

¹⁰¹⁶ ZÜRCHER, S. 153.

¹⁰¹⁷ WATTER/SCHNELLER, S. 257.

¹⁰¹⁸ ZÜRCHER, S. 153.

¹⁰¹⁹ TSCHÄNI/DIEM, S. 114; TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 50.

¹⁰²⁰ TSCHÄNI/WOLF, S. 97.

¹⁰²¹ ZÜRCHER, S. 153 f.

¹⁰²² SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 268; TSCHÄNI/DIEM, S. 114.

zwischen Vertragsunterzeichnung und Vollzug umzugehen ist. Häufig wird hierfür eine sog. «MAC»-Klausel¹⁰²³ statuiert. Sie legt fest, dass der Vertrag bei einem wesentlichen Ereignis, das sich seit einem bestimmten Stichtag¹⁰²⁴ in massgeblicher Weise¹⁰²⁵ auf das Zielunternehmen auswirkt und das ausserhalb des Machtbereichs des Verkäufers bzw. des Zielunternehmens liegt, nicht vollzogen werden muss. Die Klausel eignet sich damit insbesondere für den Umgang mit Bedingungsrisiken¹⁰²⁶ und ist als vertraglich formulierte *clausula rebus sic stantibus* zu verstehen. Wie bei oben genannter Bedingung des Bring-Down steht das Recht, den Vertrag gestützt auf die MAC-Bestimmung dahinfallen zu lassen, meist nur dem Käufer zu.¹⁰²⁷

Hat der Käufer schliesslich vor der Vertragsunterzeichnung die Finanzierungszusage der Bank noch nicht definitiv erhalten, wird er versucht sein, diese zur Vollzugsbedingung zu machen. Sollte der Verkäufer eine solche Bedingung akzeptieren, wird er vom Käufer oftmals eine Break-up Fee¹⁰²⁸ als Ausgleich verlangen.¹⁰²⁹

¹⁰²³ MAC steht als Akronym für den englischen Begriff *Material Adverse Change*.

¹⁰²⁴ Hierfür wird üblicherweise das Datum des Vertragsabschlusses gewählt. BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 251.

¹⁰²⁵ Die Frage nach der Massgeblichkeit des negativen Ereignisses wird häufig quantitativ beantwortet, beispielsweise anhand einer bestimmten Prozentzahl, die vorliegen muss, um von einer massgeblichen Veränderung auszugehen. In der Schweiz wird hierfür zum Teil auf die Praxis der Übernahmekommission zurückgegriffen. Sie lässt MAC-Klauseln bei öffentlichen Übernahmeangeboten nur zu, falls als negative Veränderung ein Effekt von mindestens 5% des Umsatzes oder mindestens 10% des EBIT statuiert ist. BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 252.

¹⁰²⁶ Allerdings kann ergänzend vereinbart werden, dass die Rücktrittsmöglichkeit des Käufers nicht besteht, falls das fragliche negative Ereignis nicht nur das Unternehmen selbst, sondern die gesamte Wirtschaft oder relevante Branche trifft, oder wenn es auf höhere Gewalt zurückzuführen ist. BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 252.

¹⁰²⁷ TSCHÄNI/DIEM, S. 115; MALACRIDA, Vertragsgestaltung, S. 29; TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, Rz. 50; MANNSDORFER, S. 220.

¹⁰²⁸ Eine Break-up Fee ist eine bestimmte, vertraglich definierte Geldsumme, die bei einem Scheitern des Vollzugs aus zuvor festgelegten Gründen zu entrichten ist. Vgl. dazu TANNO CHRISTIAN, Break-up fee-Vereinbarungen in Unternehmenszusammenschlussverträgen nach schweizerischem, deutschem, britischem und US-amerikanischem Gesellschaftsrecht, Diss. Zürich 2012.

¹⁰²⁹ ZÜRCHER, S. 146, 153; MALACRIDA, Vertragsgestaltung, S. 24.

1.3. Als Mittel zur Allokation öffentlich-rechtlicher Vollzugsrisiken

Im Vergleich zu den privatrechtlichen Vollzugsrisiken werden die Vollzugsbedingungen bei den öffentlich-rechtlichen Vollzugsrisiken verbreiteter eingesetzt.¹⁰³⁰ Dies liegt daran, dass zwar die meisten Unternehmenskäufe in der Schweiz bewilligungsfrei möglich sind, der Käufer die Gesellschaft grundsätzlich aber nur übernehmen will, wenn dies ohne langwierige, den Kauf wesentlich verteuernde Auflagen möglich ist.

Vollzugsrelevant sind insbesondere die *Bewilligungen und Auflagen* der WEKO, der FINMA und der jeweiligen kantonalen Behörde bei einem Grundstückerwerb durch eine Person im Ausland. Liegt einer der vorgenannten Fälle vor, ist der Vertrag auf jeden Fall unter eine entsprechende Bedingung zu stellen. Ebenso verhält es sich mit Bewilligungen, welche aufgrund des Kontrollwechsels widerrufbar werden und die Ausübung der Geschäftstätigkeit des Unternehmens betreffen. Eine behördliche Zustimmung kann in diesem Zusammenhang erforderlich werden, obschon die Gesellschaft weiterhin Trägerin des Unternehmens bleibt. Des Weiteren wird häufig vereinbart, den Aktienkauf vor dem Vollzug von der betreffenden kantonalen Steuerbehörde mittels eines *Steuerrulings* verbindlich beurteilen zu lassen. Dabei steht für den Verkäufer die Erzielung eines steuerfreien Kapitalgewinns¹⁰³¹ im Vordergrund. Er wird deshalb versucht sein, diesen zur Vollzugsbedingung zu machen.¹⁰³²

Auch in öffentlich-rechtlich unproblematischen Fällen ist es ratsam, den Vertrag von einem allfälligen regulatorischen *Vollzugsverbot* abhängig zu machen. Allerdings gilt ein solches auch ohne entsprechende Bedingung, da keine Partei zum Vollzug gezwungen werden kann, wenn dieser behördlich oder richterlich untersagt worden ist. Vielmehr fällt der Vertrag in einem solchen Fall gemäss

¹⁰³⁰ WATTER/SCHNELLER, S. 257 f.

¹⁰³¹ Vgl. FN 917.

¹⁰³² ZÜRCHER, S. 152.

Art. 119 OR aufgrund nachträglicher objektiver und unverschuldeter Unmöglichkeit dahin.¹⁰³³

In regulierten Branchen empfiehlt es sich, die nachfolgenden aufschiebenden Bedingungen in den Kaufvertrag aufzunehmen:¹⁰³⁴

- Zustimmung oder Unbedenklichkeitserklärung der Aufsichtsbehörde(n) (sog. «Statement of Non-Objection») und/oder die Bestätigung, dass sämtliche diesbezüglichen Fristen abgelaufen sind (sog. «Competition Clearance»). Allenfalls verbunden mit einer weiteren aufschiebenden Bedingung, dass keine (unzumutbaren) Auflagen oder Bedingungen auferlegt werden;
- Zustimmung oder Unbedenklichkeitserklärung der ausländischen Aufsichts- und/oder Wettbewerbsbehörde bei grenzüberschreitenden Aktienkäufen; sowie
- Bewilligung nach BewG durch die zuständige kantonale Behörde bei einem Verkauf an einen ausländischen Käufer.

Zusätzlich empfiehlt sich den Parteien, vertraglich festzuhalten, wer die entsprechenden Bewilligungen einholen soll, welche Angaben hierfür von wem zu liefern sind, bis zu welchem Zeitpunkt die Entwürfe für die einzuholenden Bewilligungen zu erstellen sind und inwiefern jener Vertragspartei, die nicht mit der Einholung der Bewilligung betraut ist, ein Mitspracherecht bei der Ausarbeitung der betreffenden Gesuche eingeräumt wird.¹⁰³⁵

Daneben wird der Käufer meist die Aufnahme eines Long-Stop-Date verlangen, um zeitlich nicht unbegrenzt verpflichtet zu bleiben bzw. vom Vertrag zurücktreten zu können. Je nach antizipierter Dauer des Verfahrens liegt das Long-Stop-

¹⁰³³ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 261 f., 268 f.

¹⁰³⁴ MORSCHER, Kauf von Versicherungen, S. 93.

¹⁰³⁵ WATTER/SCHNELLER, S. 258.

Date bei bis zu fünf Monaten nach Vertragsunterzeichnung.¹⁰³⁶ Im Falle einer Genehmigung durch die WEKO wird es gar bis auf ein Jahr angesetzt.¹⁰³⁷

Befindet sich der Käufer verhandlungstaktisch in einer stärkeren Position als der Verkäufer, kann er weiter verlangen, dass er sich erst im Anschluss an die Verhandlungen mit den zuständigen Behörden entscheiden muss, ob er deren Auflagen erfüllen will.¹⁰³⁸ Der Verkäufer wird eine solche Klausel jedoch zu verhindern versuchen, da sie mehrere Monate nach der Vertragsunterzeichnung ein Dahinfallen des Vertrags bewirken kann. Die Problematik lässt sich entschärfen, indem vorgesehen wird, dass der Käufer dem Verkäufer bei Verzicht auf den Vertrag eine Break-up Fee bezahlen muss.¹⁰³⁹ Eine solche Entschädigungspflicht bewirkt in der Regel, dass der Käufer die Auflagen eher erfüllt, falls deren Kosten geringer ausfallen als jene zur Erbringung der vereinbarten Break-up Fee.¹⁰⁴⁰

2. Gewährleistungen, Garantien und verwandte Versprechen

2.1. Allgemeines

Im Vordergrund der Risikoaufteilung stehen die vertraglichen Gewährleistungen, Garantien und verwandten Versprechen, mit welchen bestimmte Risiken vom Käufer auf den Verkäufer transferiert werden. Methodisch wird dabei die gesetzliche Risikozuordnung¹⁰⁴¹ durch einen vertraglichen Katalog von Zusicherungen und Garantien ersetzt.

¹⁰³⁶ MEINHARDT, S. 213.

¹⁰³⁷ TSCHÄNI/DIEM, S. 97.

¹⁰³⁸ TSCHÄNI/DIEM, S. 96.

¹⁰³⁹ MEINHARDT, S. 219.

¹⁰⁴⁰ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 274 f.; TSCHÄNI/DIEM, S. 96.

¹⁰⁴¹ Vgl. Kap. I.E.3.1.

Wirtschaftlich gesehen kommt ihnen eine vergleichbare Funktion wie den Preis-anpassungsmechanismen¹⁰⁴² zu, falls sie eine Minderung¹⁰⁴³ des Kaufpreises bewirken.¹⁰⁴⁴ Sie unterscheiden sich jedoch insofern von den Preisankpassungsklauseln, als sie dem Käufer versichern, ein Unternehmen zu erwerben, das tatsächlich jene Eigenschaften aufweist, welche im Vorfeld beworben wurden.

Die Parteien haben während den Vertragsverhandlungen abzuwägen, für welche Risiken sie entsprechende Haftungsbestimmungen vorsehen wollen. Der Verkäufer wird jedoch der eigenen Planungssicherheit wegen darum bemüht sein, den Umfang der abgegebenen Gewährleistungen und Garantien in Grenzen zu halten.¹⁰⁴⁵ Für den Unternehmenskauf gilt, dass der Verkäufer das Unternehmen grundsätzlich in dem Zustand, in welchem es sich beim Vollzug befindet, gewährleisten will, nicht aber darüber hinaus.¹⁰⁴⁶

Auch wenn die Zusicherungen und Garantien als flexible Instrumente den Vorteil haben, dass sie sich auf die individuelle Risikosituation anpassen lassen, eignen sie sich lediglich für den Umgang mit indirekten Vollzugsrisiken, d.h. zur Allokation von Wert- und Kostenrisiken. Dem Käufer stehen im Falle eines Risikoeintritts nämlich nur finanzielle Ansprüche zu.¹⁰⁴⁷

Zu den öffentlich-rechtlichen Vollzugsrisiken ist anzumerken, dass sich der Aktienkaufvertrag nicht unabhängig von der Zustimmung der jeweiligen Bewilligungsbehörde vollziehen lässt. Die finanziellen Folgen eines derartigen Risikoeintritts sind über die Geltendmachung von Schadenersatzansprüchen regelbar, die mittels Gewährleistungen den Vertragsparteien zuzuordnen sind.¹⁰⁴⁸

¹⁰⁴² Vgl. hierzu Kap. III.D.

¹⁰⁴³ Dies ist bei Zusicherungen grundsätzlich der Fall, während Garantien als selbstständige Zahlungsverpflichtungen keine Reduktion des Kaufpreises vorsehen.

¹⁰⁴⁴ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 108 ff.

¹⁰⁴⁵ WALKER/MANNSDORFER, S. 155; ZÜRCHER, S. 159 f.

¹⁰⁴⁶ LUGINBÜHL, S. 148 f.; ISLER, S. 8.

¹⁰⁴⁷ BLUM, Garantien und faktische Massnahmen, S. 205.

¹⁰⁴⁸ M. MEYER, S. 209 f.

2.2. Gewährleistungen

a. Vorbemerkung

Gewährleistungen beziehen sich auf die Eigenschaft der Kaufsache im Zeitpunkt des Vertragsschlusses oder bei Übergang von Nutzen und Gefahr.¹⁰⁴⁹ Gewährleistungen in Form von Versprechen bzw. Zusicherungen betreffend die Beschaffenheit des Unternehmens sind häufig in Aktienkaufverträgen vorzufinden.¹⁰⁵⁰ Wie in Kap. I.E.3.1.b. (3) gesehen, wird ein solches Vorgehen vom Bundesgericht akzeptiert und auch von der Mehrheit der Lehre befürwortet.

Die Geltendmachung eines Gewährleistungsanspruchs bewirkt im Ergebnis eine indirekte Preisanpassung zugunsten des Käufers. Im Zusammenhang mit der Berechnung des Anspruchs werden meist Haftungsunter- und Obergrenzen¹⁰⁵¹ vereinbart sowie vom Gesetz abweichende Fristen¹⁰⁵² vorgesehen.¹⁰⁵³

Gewährleistungen eignen sich insbesondere für den Umgang mit Aktionsrisiken, da der Verkäufer auf diese einen gewissen Einfluss nehmen kann.

b. Wirkung der Due Diligence auf die Gewährleistungsansprüche

Wie in Kap. I.E.3.1.b (3) dargestellt, haftet der Verkäufer nicht für Mängel, die der Käufer zur Zeit des Kaufes gekannt hat. Für Mängel, die der Käufer bei Anwendung gewöhnlicher Aufmerksamkeit hätte kennen sollen, haftet der Verkäufer nur, wenn er deren Nichtvorhandensein zugesichert hat.¹⁰⁵⁴ Der massgebliche Zeitpunkt für das Kennen bzw. Kennensollen ist der Zeitpunkt des Vertragsabschlusses.¹⁰⁵⁵ Die Mangelkenntnis des Käufers wirkt sich folglich entscheidend

¹⁰⁴⁹ BGE 122 III 426 E. 4, 5c.

¹⁰⁵⁰ VISCHER, Garantien, S. 328; WATTER/SCHNELLER, S. 267.

¹⁰⁵¹ Vgl. Kap. III.C.1.4.

¹⁰⁵² Vgl. Kap. III.C.3.2.

¹⁰⁵³ WATTER/SCHNELLER, S. 267.

¹⁰⁵⁴ Art. 200 OR.

¹⁰⁵⁵ AMSTUTZ, S. 1110.

auf seine Gewährleistungsrechte aus. Sollte er nämlich eine Due Diligence durchführen und dabei Mängel entdecken, bleibt ihm deren spätere Geltendmachung grundsätzlich verwehrt.¹⁰⁵⁶

Die Tatsache, dass die Gesetzesbestimmung am Kennensollen des Käufers anknüpft, kann im Streitfall mit erheblichen Beweisproblemen verbunden sein. Eine vertragliche Lösung der Problematik könnte dahingehend lauten, dass die Parteien nicht daran anknüpfen, was der Käufer hätte wissen müssen, sondern was dem Käufer offengelegt worden ist.¹⁰⁵⁷ Konkret lässt sich das Gesagte auf verschiedene Weise regeln: (i) Zunächst können alle im Rahmen der Due Diligence offengelegten Dokumente in einer sog. «List of Documents» aufgezählt und dem Aktienkaufvertrag angehängt werden. Bei dieser Variante haftet der Verkäufer nur für jene Tatsachen, die in den Dokumenten nicht ersichtlich waren. (ii) Anders die Variante, dass der gesamte Datenraum zum Bestandteil des Aktienkaufvertrags gemacht wird (sog. «Data Room Disclosure»). Schwierig für den Käufer dürfte es hierbei aber werden, wenn der Datenraum Dokumente enthielt, die zwar keinen definitiven Sachmangel zu Tage förderten, jedoch Hinweise auf einen solchen lieferten. In einem derartigen Fall stellt sich die Frage, inwiefern der Käufer verpflichtet gewesen wäre, vom Verkäufer weitere Informationen zu verlangen. (iii) Weiter besteht die Möglichkeit, den Due Diligence Report zum Bestandteil des Kaufvertrags zu machen. Jene Tatsachen, die darin adressiert werden, gelten dem Käufer als bekannt.¹⁰⁵⁸ In einem solchen Fall wird der Käufer aber regelmässig eine Zusicherung vom Verkäufer verlangen, dass der Report richtig und vollständig sei bzw. dass keine weiteren Mängel am Unternehmen bestehen.¹⁰⁵⁹ (iv) Als

¹⁰⁵⁶ BLUM, Due Diligence, S. 178.

¹⁰⁵⁷ AMSTUTZ, S. 1112 ff.; ZÜRCHER, S. 154 f.

¹⁰⁵⁸ BLUM, Due Diligence, S. 178 f., 185 f.; ZÜRCHER, S. 155 f.

¹⁰⁵⁹ Der Verkäufer kann aber gegenüber den Beratern des Käufers, welche die Due Diligence durchgeführt haben, Regress nehmen, falls sich zu einem späteren Zeitpunkt herausstellen sollte, dass nicht entdeckte Mängel vorhanden waren, und der Verkäufer deshalb ersatzpflichtig wird. Den Beratern ist deshalb anzuraten, frühzeitig einen verkäuferseitigen Verzicht solcher Ansprüche einzuholen. BLUM, Due Diligence, S. 180 f.

vierte Möglichkeit kann der Kaufvertrag mit einem sog. «Disclosure Letter» ergänzt werden¹⁰⁶⁰, der vorsieht, dass einzig die darin aufgeführten Mängel dem Käufer als bekannt gelten. Der Fakt, dass der Käufer bei dieser Variante auf eine klar definierte Ausnahmeliste (sog. «Disclosures») zurückgreifen kann, macht sie für ihn besonders attraktiv. Unabhängig davon, welche der Vorgehensweisen gewählt wird, ist sicherzustellen, dass die Kenntnis des Käufers nach Art. 200 Abs. 1 OR explizit ausgeschlossen und durch eine der genannten Regelungen ersetzt wird.¹⁰⁶¹

c. Häufig verwendete Zusicherungen

Die Aufnahme einer Zusicherung in den Kaufvertrag dient dem Käufer in erster Linie dazu, das Vorhandensein einer bestimmten Eigenschaft¹⁰⁶², eines bestimmten Umstands oder einer bestimmten Qualität der Kaufsache bzw. vorliegend des Unternehmens sicherzustellen. Gleichzeitig präzisieren die Zusicherungen die Leistungspflicht des Verkäufers.¹⁰⁶³

Der Anwendungsbereich von Zusicherungen und damit von Anknüpfungspunkten für eine Preisminderungsklage ist ausserordentlich weit. So kann die Mehrheit der Eigenschaften eines Unternehmens Objekt von Zusicherungen sein, sofern sie genügend bestimmt oder bestimmbar sind.¹⁰⁶⁴

Nachstehend folgt eine Übersicht typischer Zusicherungen, die sich ein Käufer zur Schadensabwehr der in Kap. II.B. genannten Risiken geben lassen kann:

¹⁰⁶⁰ In Transaktionen mit kontinentaleuropäischen Parteien wird eine solche Offenlegung in der Regel als Anhang (sog. «Exhibit») dem Kaufvertrag beigelegt, während dies im US-amerikanischen Raum mittels eines separaten Disclosure Letter erfolgt. BLUM, Due Diligence, S. 179.

¹⁰⁶¹ ZÜRCHER, S. 158 f.

¹⁰⁶² Art. 197 Abs. 1 OR.

¹⁰⁶³ S. MEYER, S. 238; MANNSDORFER, S. 214; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 87 f.

¹⁰⁶⁴ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 87 f.; WATTER, Unternehmensübernahmen, S. 171.

- In Bezug auf die *gesellschaftsrechtlichen Risiken* sollte der Käufer auf Zusicherungen betreffend die Rechtsgültigkeit der Aktien und die Verfügungsbefugnis des Verkäufers an denselben bestehen. Ebenso sollte er eine Zusicherung verlangen, dass die Gesellschaft rechtsgültig errichtet und geführt worden ist und über die notwendigen formellen Unterlagen verfügt.¹⁰⁶⁵
- Hinsichtlich des *Vermögensbestands* bzw. physischen Zustands des Zielunternehmens sollte sich der Käufer zusichern lassen, dass die Unternehmensaktiven mindestens von durchschnittlich guter Qualität sind. Dabei ist darauf zu achten, dass auch gemietete, geleaste oder gepachtete Objekte des Anlage- und Umlaufvermögens von den Zusicherungen erfasst werden. Häufig wird dabei die normale, betriebsbedingte Abnutzung vorbehalten.¹⁰⁶⁶
- Im Zusammenhang mit den Vermögenswerten des Zielunternehmens ist auch an die *Immaterialgüterrechte* zu denken. Bezüglich der registrier- oder hinterlegbaren Immaterialgüterrechte wie Patente, Marken oder Designs sollte der Käufer eine Zusicherung einholen, dass diese (in den verschiedenen Ländern) registriert worden und damit zumindest formell rechtsbeständig sind. Weitere Zusicherungen können dahingehend lauten, dass der Verkäufer der rechtmässige Inhaber des Schutzrechts ist, dass er an einem allfälligen Lizenzvertrag Nutzungsberechtigt ist, dass keine Schutzrechte Dritter verletzt wurden und das geistige Eigentum der Zielgesellschaft auch umgekehrt nicht Gegenstand eines Aktivprozesses ist.¹⁰⁶⁷
- Ebenso zentral für den Käufer sind Zusicherungen in Bezug auf die *Compliance* des Unternehmens und das Vorliegen der für die Geschäftstätigkeit notwendigen *Bewilligungen*. Meist wird in diesem Zusammenhang jedoch ein Wesentlichkeitsvorbehalt angebracht, wonach in der Vergangenheit zumindest die wesentlichen Normen eingehalten worden sind¹⁰⁶⁸. Bedeutsam sind solche Zusicherungen insbesondere in regulierten Wirtschaftsbereichen wie

¹⁰⁶⁵ TSCHÄNI/WOLF, S. 101; WATTER, M&A Transaktion, S. 598.

¹⁰⁶⁶ TSCHÄNI/WOLF, S. 102; WATTER, M&A Transaktion, S. 598; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 90.

¹⁰⁶⁷ CALAME, S. 116; WATTER, M&A Transaktion, S. 598; TSCHÄNI/WOLF, S. 106 f.

¹⁰⁶⁸ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 68.

der Banken-¹⁰⁶⁹ oder Versicherungsbranche. Je nach Tätigkeitsbereich kann auch das Wettbewerbs-, Vergabe- oder Korruptionsstrafrecht von Bedeutung sein. Hinsichtlich des Umweltrechts, insbesondere der Altlastenproblematik von Grundstücken, wird häufig eine separate Zusicherung abgegeben und eine längere Gewährleistungsfrist ausbedungen.¹⁰⁷⁰

- In der Regel wird sich der Käufer vergewissern wollen, dass die für das Unternehmen *wichtigen Verträge* ordnungsgemäss erfüllt worden und angesichts des *Kontrollwechsels* nicht von einer Kündigung bedroht sind. Seitens des Verkäufers wird in diesem Zusammenhang meist eine Zusicherung abgegeben, dass die Verträge vollständig, korrekt und marktkonform sind und sämtliche Kontrollwechselklauseln¹⁰⁷¹ zumindest offengelegt wurden.¹⁰⁷²
- Zusicherungen betreffend die *Arbeitnehmenden* dienen dem Käufer primär dazu, sich ein Bild über die Verpflichtungen gegenüber den Mitarbeitenden und Gewerkschaften zu machen. Was die Personalvorsorge betrifft, sichert der Verkäufer dem Käufer in der Regel zu, dass die erforderliche Deckung der betrieblichen Vorsorgeeinrichtung gegeben ist und die versicherungstechnischen Kriterien eingehalten bzw. sämtliche Sozialversicherungsbeiträge einbezahlt oder zurückgestellt worden sind.¹⁰⁷³
- Zusicherungen können auch für *Prozesse* oder andere *Rechtsstreitigkeiten* eingeholt werden. Für den Käufer ist dies insofern hilfreich, als er dadurch die Risiken aus hängigen oder drohenden Zivil-, Straf- oder Administrativverfahren besser einschätzen kann.¹⁰⁷⁴

¹⁰⁶⁹ Beim Erwerb einer Bank ist z.B. die Zusicherung vorzusehen, dass sich die Bank stets an die Geldwäschereivorschriften und die Bestimmungen zur Identifikation des wirtschaftlich Berechtigten gehalten hat. TSCHÄNI, Kauf von Banken, S. 43.

¹⁰⁷⁰ TSCHÄNI/WOLF, S. 102.

¹⁰⁷¹ Vgl. Kap. II.B.4.6.

¹⁰⁷² WATTER, M&A Transaktion, S. 598 f.; TSCHÄNI/WOLF, S. 104 f.

¹⁰⁷³ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 30 zu § 4; WATTER, M&A Transaktion, S. 599; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 91.

¹⁰⁷⁴ WATTER, M&A Transaktion, S. 599; TSCHÄNI/WOLF, S. 108.

Zusicherungen sind für den Käufer von dreierlei Nutzen: (i) Er gelangt bei deren Aushandlung regelmässig an Zusatzinformationen über die Gesellschaft selbst, (ii) was ihn befähigt, die Risiken besser zu erkennen und (iii) sich besser vor ihnen zu schützen.¹⁰⁷⁵

2.3. Garantien

a. Vorbemerkung

Eine Garantie¹⁰⁷⁶ ist ein bedingtes Leistungsversprechen, d.h. ein Leistungsversprechen, das von Bedingungen, die ein künftiges Risiko definieren und als Garantiefall zu bezeichnen sind, abhängig gemacht wird. Die Bedingungen bzw. der Garantiefall lassen sich innerhalb der Schranken der Rechtsordnung nach Belieben formulieren.¹⁰⁷⁷

Durch die Abgabe einer Garantie verspricht der Verkäufer dem Käufer im Falle eines bestimmten Risikoeintritts, in unabhängiger Weise Zahlungen oder andere Leistungen zu erbringen bzw. zugunsten des Käufers definitiv auf eine Leistung zu verzichten.¹⁰⁷⁸ Eine Garantie kann sowohl als Mittel zur Risikoübernahme im Falle der Nichtleistung eines Dritten als auch für den Eintritt eines beliebigen Risikos eingesetzt werden. Im Rahmen der vertraglichen Risikoallokation bietet der Rechtsbehelf dem Käufer damit vielseitige Absicherungsmöglichkeiten.¹⁰⁷⁹

Eine Garantieabrede bedingt, dass die Rechtsfolge, d.h. die Berechnung der zu erbringenden Zahlung oder die Formulierung der Leistung, vorab vertraglich be-

¹⁰⁷⁵ KRÄHENMANN, S. 93.

¹⁰⁷⁶ Art. 111 OR.

¹⁰⁷⁷ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 92 ff.; VISCHER, Garantien, S. 326.

¹⁰⁷⁸ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 92.

¹⁰⁷⁹ VISCHER, Garantien, S. 325 f., 328.

stimmt oder zumindest bestimmbar festgelegt wird. Die Garantieklausel hat in anderen Worten auszudrücken, was und wieviel der Verkäufer dem Käufer bei Eintritt des Garantiefalls zu bezahlen bzw. zu leisten hat.¹⁰⁸⁰

Auch wenn in der M&A-Praxis oftmals von Garantien des Verkäufers die Rede ist, steht der Begriff im vorliegenden Zusammenhang nicht zwingend für ein Garantieverprechen nach Art. 111 OR. Der Ausdruck wird nämlich ebenso für die Zusicherung bestimmter Eigenschaften des Unternehmens i.S.v. Art. 197 OR verwendet. Solche Zusicherungen werden von der Lehre als *unechte Garantien* bzw. als *Beschaffheitsgarantien* bezeichnet.¹⁰⁸¹ Sie können vertraglich so modifiziert werden, dass sie sich hinsichtlich des Tatbestands und der Rechtsfolgen kaum mehr von den gewährleistungsrechtlichen Zusicherungen unterscheiden lassen. Einzig die Tatsache, dass die Garantieabreden von der Preisminderung losgelöst und damit *selbständige* Zahlungspflichten sind, unterscheidet sie in einem solchen Fall von einer Gewährleistung.¹⁰⁸²

Vertragliche Zusicherungen, die über die reine Beschreibung oder Mängelfreiheit der Kaufsache hinausgehen, sind als *echte Garantieabreden* bzw. *Nichtbeschaffheitsgarantien* zu verstehen.¹⁰⁸³ Sie sind nicht auf die Eigenschaften der Kaufsache gerichtet, sondern auf den Eintritt oder Nichteintritt eines bestimmten Ereignisses in der Zukunft, das ausserhalb der Einflussmöglichkeit der Parteien liegt. Sie eignen sich somit für den Umgang mit Bedingungsrisiken. Garantien nach Art. 111 OR sind in der Praxis jedoch nicht sonderlich verbreitet.¹⁰⁸⁴

¹⁰⁸⁰ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 93.

¹⁰⁸¹ ISLER, S. 7.

¹⁰⁸² VISCHER, Garantien, S. 328; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 92.

¹⁰⁸³ BGE 122 III 426, E. 4, 5; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 92.

¹⁰⁸⁴ VISCHER, Garantien, S. 330; HONSELL, BSK OR I, Komm. zu Art. 197, N 17.

b. Abgrenzung zwischen Zusicherung und echter Garantie

Die Abgrenzung zwischen einer gewährleistungsrechtlichen Zusicherung nach Art. 197 OR und einer echten Garantie i.S.v. Art. 111 OR ist, wie oben gezeigt, anhand des Kriteriums vorzunehmen, ob der Verkäufer eine gegenwärtig bestehende Eigenschaft der Kaufsache verspricht oder eher einen künftigen Erfolg, der über die vertragsgemässe Beschaffenheit der Kaufsache hinausgeht.¹⁰⁸⁵ Eine Garantieabrede befasst sich daher typischerweise nicht mit den möglichen Unternehmensmängeln.¹⁰⁸⁶

Die Abgrenzung zwischen einer Zusicherung als spezifischem Gewährleistungstyp und einer vertraglichen Garantieabrede als bedingtem Zahlungs- oder Leistungsversprechen ist insofern relevant, als ihre Rechtsfolgen, Prüfungs- und Rügeobliegenheiten sowie die Verjährungsfristen unterschiedlich ausgestaltet sind. So unterliegen echte Garantien nicht den strengen Prüfungs- und Rügeobliegenheiten nach Art. 201 OR und der zweijährigen Verjährungsfrist nach Art. 210 OR¹⁰⁸⁷. Stattdessen gelangt die zehnjährige Verjährungsfrist nach Art. 127 OR zur Anwendung.¹⁰⁸⁸

Weiter geht der Verkäufer bei Vorliegen einer Garantie als Garant eine *selbstständige* Obligation ein. Entsprechend kommt es im Garantiefall nicht zu einer teilweisen Rückerstattung des Kaufpreises, d.h. einer Preisminderung, sondern zu einer rechtlich unabhängigen Zahlung oder Leistung des Verkäufers. Dies rückt die Garantie in die Nähe der Konventionalstrafe¹⁰⁸⁹, welche ebenfalls eine vorgängig vereinbarte, allgemeine Schadensliquidierung vorsieht.¹⁰⁹⁰

¹⁰⁸⁵ ISLER, S. 7 f.; BGE 122 III 426, 428.

¹⁰⁸⁶ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 94 f.

¹⁰⁸⁷ BGE 122 II 430; HONSELL, BSK OR I, Komm. zu Art. 197, N 17; LUGINBÜHL, S. 140.

¹⁰⁸⁸ ISLER, S. 7.

¹⁰⁸⁹ Die Konventionalstrafe ist eine Vertragsstrafe, die eine besondere Zahlungsverpflichtung für den Fall einer Vertragsverletzung oder eines zuvor bestimmten, negativen Verhaltens vorsieht. BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 93 (FN 127).

¹⁰⁹⁰ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 93.

c. Häufig verwendete Garantieabreden

In Aktienkaufverträgen werden echte Garantieabreden hauptsächlich zur Absicherung des Umsatzes, der Gewinnentwicklung oder des Nichteintritts negativer Tatsachen getroffen.¹⁰⁹¹

Da sich der Wert eines Unternehmens nach Ansicht eines Teils der Lehre und des Bundesgerichts¹⁰⁹² nur mittels einer echten Garantie zusichern lässt, weil er keine Eigenschaft der Aktien ist, wird für diesen oftmals eine Wertgarantie im Sinne einer abstrakten Formel abgegeben. Anderer Ansicht ist WATTER, der den Wert des Kaufgegenstands beim Aktienkauf deshalb als zusicherungsfähiges Gewährleistungsversprechen erachtet, weil alle Eigenschaften des Kaufgegenstands, die dessen Wert beeinflussen, zusicherungsfähig sind.¹⁰⁹³

Hinsichtlich der *steuerrechtlichen Risiken* des Zielunternehmens kann der Verkäufer für die Steuern und öffentlichen Abgaben, die sich bis zum Vollzugsstichtag ergeben und für die er Rückstellungen bilden muss, mittels einer Steuergarantie¹⁰⁹⁴ für bislang unbekannte, durch Rückstellungen nicht abgesicherte bzw. überschüssende Steuerforderungen haftbar gemacht werden.¹⁰⁹⁵ Steuerrechtliche Garantien können z.B. auch die rechtskonforme Erstellung und fristgerechte Einreichung der bisherigen Steuererklärungen, die ordnungsgemässe Bezahlung der Steuerforderungen oder die Nichtvornahme verdeckter Gewinnausschüttungen betreffen.¹⁰⁹⁶

Im Zusammenhang mit der Rechnungslegung der Gesellschaft ist insbesondere an Bilanzgarantien zu denken. Bilanzgarantien versichern dem Käufer, dass der letzte

¹⁰⁹¹ LUGINBÜHL, S. 148; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 93.

¹⁰⁹² BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 93; LUGINBÜHL, S. 143; BGE 91 II 354.

¹⁰⁹³ WATTER, Unternehmensübernahmen, S. 171.

¹⁰⁹⁴ Es handelt sich dabei jedoch um die Vereinbarung einer Beschaffenheitsgarantie bzw. einer unechten Garantie.

¹⁰⁹⁵ WATTER, M&A Transaktion, S. 598; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 91.

¹⁰⁹⁶ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 30 zu § 4; TSCHÄNI/WOLF, S. 105 f.

Jahresabschluss¹⁰⁹⁷ rechnungslegungskonform erstellt worden ist, die Bilanz richtig und vollständig ist und sie ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft abgibt.¹⁰⁹⁸ Eventualverbindlichkeiten, die erst im Nachhinein zu Tage treten und die nach den Grundsätzen der rechtskonformen Rechnungslegung zwingend hätten ausgewiesen oder zurückgestellt werden müssen, sind bei Abgabe einer entsprechenden Garantie vom Verkäufer zu tragen. Aufgrund der Tatsache, dass die Bilanz lediglich eine Momentaufnahme der finanziellen Verhältnisse der Gesellschaft darstellt, wird der Käufer zudem die Abgabe einer Garantie verlangen, wonach keine gewichtigen Änderungen zwischen Bilanz- und Vollzugsstichtag eingetreten sind.¹⁰⁹⁹ Bilanzgarantien und mit der Bilanz verbundene Versprechen sind in der Regel als Beschaffenheitsgarantien bzw. unechte Garantien zu qualifizieren. Sie dienen primär der Zuordnung *finanzieller Risiken*.

Die *umweltrechtlichen Risiken* können mittels Aufnahme einer Umweltschutzgarantie dem Verkäufer zugeordnet werden. Die Garantie hat meistens die latenten Altlasten und die damit verbundenen Zahlungsverpflichtungen, die sich erst viele Jahre später ergeben können, zum Gegenstand.¹¹⁰⁰

2.4. Covenants

a. Vorbemerkung

Die vertraglichen Verpflichtungen der Parteien für die Phase nach der Unterzeichnung des Kaufvertrags werden *Covenants* genannt. Sie gliedern sich in sog. «Pre Closing» und «Post Closing Covenants» und können entweder die Verpflichtung zu einem Tun oder einem Unterlassen beinhalten.¹¹⁰¹

¹⁰⁹⁷ Der Jahresabschluss entspricht der Bilanz, der Erfolgsrechnung und dem Anhang zum Geschäftsbericht.

¹⁰⁹⁸ T. MÜLLER, S. 475.

¹⁰⁹⁹ TSCHÄNI/WOLF, S. 102 ff.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 30 zu § 4; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 67.

¹¹⁰⁰ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 94.

¹¹⁰¹ VISCHER, Garantien, S. 331 f.

b. Häufig verwendete Covenants

Ein im Zusammenhang mit den Vollzugsbedingungen häufig vorzufindender Covenant ist die Verpflichtung des Verkäufers, bis zum Vollzug «Best Efforts» zu leisten. D.h. der Verkäufer verpflichtet sich, alle notwendigen Schritte einzuleiten, die ein sorgfältiger Dritter unternehmen würde, um die betreffenden Vollzugsbedingungen zu erfüllen. Die Pflicht, alles zu tun, um den Aktienkauf erfolgreich durchzuführen bzw. alles zu unterlassen, was ein Scheitern des Vollzugs bewirken könnte, ist als Ausfluss des in Art. 2 ZGB verankerten Prinzips von Treu und Glauben zu sehen. Dieselbe Pflicht findet sich auch in Art. 152 Abs. 1 OR¹¹⁰². Sie wird mit Unterzeichnung des Aktienkaufvertrags zur impliziten Nebenpflicht. Wird dennoch eine Best Efforts-Klausel in den Vertrag aufgenommen, ist dies oftmals darauf zurückzuführen, dass sich eine Partei mehr Einsatz als das blosses Handeln nach Treu und Glauben wünscht. Im Übrigen wird dadurch einzig nochmals explizit festgehalten, was von Gesetzes wegen ohnehin gilt.¹¹⁰³

Covenants werden zudem insbesondere für die wettbewerbsrechtlichen und/oder regulatorischen Eingaben der Parteien getroffen.¹¹⁰⁴ Ihre Aufnahme ist auch bei Vorliegen von Kontrollwechselklauseln sinnvoll, wenn es darum geht, die Zustimmung von Drittparteien einzuholen.

Darüber hinaus hat der Käufer häufig ein Interesse daran, die Unternehmensführung bereits im Anschluss an die Unterzeichnung des Kaufvertrags zu übernehmen, darf dies aber allenfalls aufgrund eines öffentlich-rechtlichen Vollzugsverbots nicht tun. Auch ist der Verkäufer grundsätzlich nicht gewillt, dem Käufer bereits vor dem Vollzug die Geschäftsleitung über das Unternehmen zu übergeben, da stets ein Restrisiko besteht, dass das Unternehmen infolge eines Nichtvollzugs beim Verkäufer verbleibt oder an diesen zurückfällt. Zur Lösung dieser Problematik kann der Verkäufer dem Käufer Informationsrechte- oder ein Konsul-

¹¹⁰² Der bedingt Verpflichtete darf, solange die Bedingung schwebt, nichts vornehmen, was die gehörige Erfüllung seiner Verbindlichkeit hindern könnte.

¹¹⁰³ VISCHER, Garantien, S. 332; WATTER/SCHNELLER, S. 272 ff.; SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 271.

¹¹⁰⁴ VISCHER, Garantien, S. 332.

tationsrecht einräumen. Demnach wäre der Käufer bei Vornahme bestimmter Handlungen vorgängig beizuziehen. Handlungen, die das Zielunternehmen während der Schwebezeit ganz unterlassen soll, sind dabei meist Gegenstand detaillierter Vertragsklauseln.¹¹⁰⁵

2.5. Freistellungsverpflichtungen

a. Vorbemerkung

Erweist sich die finanzielle Höhe eines Risikos als ungewiss, ist dem Käufer anzuraten, eine Freistellungsverpflichtung (sog. «Indemnity») in den Kaufvertrag aufzunehmen. Der Verkäufer sichert dem Käufer dabei zu, ihn für die finanziellen Folgen eines bestimmten Risikoeintritts schadlos zu halten. Das Risiko selbst wird zuvor vertraglich festgehalten und detailliert umschrieben. Die Kenntnis oder das Kennensollen des Käufers bezüglich des Risikos begrenzt die Haftung des Verkäufers nicht.¹¹⁰⁶ Die Haftung des Verkäufers kann somit auch nicht durch Offenlegung des betreffenden Risikos im Rahmen einer Due Diligence beschränkt werden.¹¹⁰⁷

Indemnities werden bei Unternehmenskäufen in der Schweiz meist als Synonym für jene Gewährleistungen oder Garantien verwendet, die Risiken abdecken sollen, welche vom Käufer zuvor zwar bei der Zielgesellschaft identifiziert worden sind, sich jedoch kaum bewerten lassen. Der Ausdruck wird aber auch für jene Zusicherungen oder Garantien verwendet, die den Käufer (oder das veräusserte Unternehmen) vor Ansprüchen Dritter schützen sollen.¹¹⁰⁸

¹¹⁰⁵ TSCHÄNI/DIEM, S. 117 f.

¹¹⁰⁶ BLUM, Garantien und faktische Massnahmen, S. 203.

¹¹⁰⁷ BLUM, Due Diligence, S. 180.

¹¹⁰⁸ VISCHER, Garantien, S. 331; VISCHER/HÄNNI, S. 625.

b. Häufig verwendete Freistellungsverpflichtungen

Im Zusammenhang mit den *prozessrechtlichen Risiken* dürfte der Verkäufer aufgrund seines Informationsvorsprungs besser in der Lage sein, den Ausgang drohender oder hängiger Aktiv- oder Passivprozesse abzuschätzen, diese weiterzuführen oder abzuwenden. Er wird jedoch nach Vollzug des Vertrags wenig Interesse daran haben, einen solchen Prozess zu führen oder dem Käufer diesbezügliche Unterstützung zu leisten. Ist es den Prozessparteien nicht möglich, noch vor dem Vollzug des Kaufvertrags einen Vergleich abzuschliessen, empfiehlt sich dem Käufer, eine Garantie zu verlangen, wonach er für allfällige Prozessverluste schadlos zu halten oder der Prozess vom Verkäufer weiterzuführen ist.¹¹⁰⁹

Freistellungsverpflichtungen werden des Weiteren insbesondere im Umgang mit *steuerrechtlichen Risiken* oder zur Absicherung schwierig kalkulierbarer *Umwelt- risiken* wie Altlasten verwendet.¹¹¹⁰

2.6. Sicherung der Ansprüche

Der Käufer ist typischerweise daran interessiert, seine Gewährleistungs- und Garantieforderungen im Falle eines Risikoeintritts ohne langwierigen Aufwand durchzusetzen. Da sich die Vollstreckung der betreffenden Ansprüche jedoch als schwierig erweisen kann, wird der Käufer nach Absicherungsmöglichkeiten suchen.¹¹¹¹ Hierfür bestehen mehrere Optionen:

- (i) Zunächst kann ein Teilbetrag des Kaufpreises auf einem Treuhandkonto hinterlegt werden. Da der Betrag dadurch jedoch unter Umständen mehrere Jahre lang blockiert ist, stellt diese Sicherstellungsform aus Sicht des Verkäufers eine wenig attraktive Option dar;¹¹¹²

¹¹⁰⁹ HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 348 f.

¹¹¹⁰ BLUM, Due Diligence, S. 180.

¹¹¹¹ BRUSE, S. 41.

¹¹¹² HOCH CLASSEN/HSU/ROTH PELLANDA, S. 348 f.

- (ii) Weiter lassen sich die potenziellen Forderungen mittels einer (Bank-)Garantie oder (Bank-)Bürgschaft absichern;¹¹¹³
- (iii) Sodann kann der Verkäufer dem Unternehmen ein Darlehen gewähren (sog. «Vendor Loan»). Allfällige Ansprüche des Käufers sind dabei auf dem Wege der Verrechnung mit dem Rückzahlungsanspruch des Verkäufers zu erfüllen;¹¹¹⁴
- (iv) Ein alternatives und häufig verwendetes Sicherungsinstrument sind M&A-Versicherungen. Sie sind insofern vorteilhaft, als die Parteien auf die Bestellung von herkömmlichen Sicherheiten verzichten können, da die Versicherung für die abgegebenen Zusicherungen und Garantien entstehen muss. Ausserdem fällt für den Verkäufer die Gefahr einer verspäteten oder unvollständigen Ausschüttung des vereinbarten Verkaufserlöses weg. Von Seiten des Käufers bieten sie sich vor allem dann an, wenn der Verkäufer unterkapitalisiert ist oder seinen Wohnsitz bzw. Sitz im Ausland hat. M&A-Versicherungen werden zudem regelmässig verwendet, wenn die Parteien nach dem Vollzug weiterhin zusammenarbeiten müssen und sie ihre Geschäftsbeziehungen nicht durch allfällige Gewährleistungs- oder Garantiestreitigkeiten belasten wollen.¹¹¹⁵

2.7. Rücktritt vom Vertrag

Die Parteien können für den Fall, dass der Verkäufer eine Zusicherung oder Garantie verletzt, ein käuferseitiges Rücktrittsrecht vorsehen.¹¹¹⁶ Methodisch werden dabei eine oder mehrere der Zusicherungen oder Garantien als Vollzugsbedingung eingesetzt und mit einer *Kann*-Bestimmung versehen. Dem Käufer ist es damit möglich, am Vollzugstichtag entweder vom Vertrag zurückzutreten oder daran festzuhalten und die betreffenden Garantie- oder Gewährleistungsansprüche zu

¹¹¹³ M. MEYER, S. 253.

¹¹¹⁴ BRUSE, S. 41.

¹¹¹⁵ WERLEN/MANNSDORFER, S. 399.

¹¹¹⁶ M. MEYER, S. 220.

stellen. Diese Vorgehensweise belässt dem Käufer zwar einen idealen Handlungsspielraum, dürfte für den Verkäufer aber kaum akzeptabel sein.¹¹¹⁷

Darüber hinaus steht es den Parteien offen, ein allgemeines, einseitiges oder gegenseitiges Rücktrittsrecht zu vereinbaren, das es der jeweiligen Partei erlaubt, bei Vorliegen eines indirekten Vollzugsrisikos vom Vertrag zurückzutreten. Umgekehrt können die Parteien aber auch festlegen, dass der Gegenpartei im Falle eines Verzugs kein Rücktrittsrecht zustehen soll.¹¹¹⁸

¹¹¹⁷ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 106.

¹¹¹⁸ M. MEYER, S. 208, 220.

C. Risikoallokation zugunsten des Verkäufers

1. Modifikation der Rechtsbehelfe

1.1. Allgemeines

Aus Art. 199 OR geht hervor, dass die Sachgewährleistungsbestimmungen dispositiver Natur sind. Entsprechend kann die Haftung des Verkäufers nicht nur, wie zuvor aufgezeigt, erweitert, sondern auch (auf vorsätzliches Handeln) beschränkt oder gar gänzlich ausgeschlossen¹¹¹⁹ werden.

Der Verkäufer wird daran interessiert sein, die Haftung für die vertraglich auf ihn transferierten Risiken zu reduzieren. Eine solche Haftungsreduktion wird in der Praxis häufig durch eine Verschärfung der Anspruchsvoraussetzungen, einen Wissensvorbehalt oder die betragsmässige Beschränkung der finanziellen Ansprüche erreicht.¹¹²⁰

Soll die Haftung des Verkäufers gänzlich ausgeschlossen werden, stellt sich die Frage, ob die Wegbedingung auch in Bezug auf die zugesicherten Eigenschaften gilt. Entgegen der bundesgerichtlichen Rechtsprechung¹¹²¹ zu dieser Thematik erachtet die Lehre¹¹²² auf diesem Gebiet nur eine Haftungsbeschränkung als zulässig, da eine Zusicherung, für welche die Haftung gänzlich wegbedungen werde, eben keine eigentliche Zusicherung sei.¹¹²³

¹¹¹⁹ Unter Vorbehalt der absichtliche Täuschung und der absichtlichen oder grobfahrlässigen Schlechterfüllung.

¹¹²⁰ WATTER, Unternehmensübernahmen, S. 181; BRUSE, S. 38.

¹¹²¹ BGE 73 II 223 ff.

¹¹²² Vgl. GIGER, Komm. zu Art. 199, N 20 f.

¹¹²³ WATTER, Unternehmensübernahmen, S. 182.

1.2. Nachbesserung

Wie in Kap. I.E.3.1.b (3) gezeigt, sehen die Sachgewährleistungsbestimmungen des Kaufrechts kein Nachbesserungsrecht des Käufers vor. In Anbetracht der dispositiven Natur des Gewährleistungsrechts und nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung¹¹²⁴ können die Parteien eines Aktienkaufvertrags aber ein vertragliches Nachbesserungsrecht¹¹²⁵ vorsehen. Ein solches erweist sich vor allem dann als sinnvoll, wenn das Unternehmen mit Mängeln behaftet ist, die der Verkäufer selbst zu heilen vermag, d.h. im Umgang mit Aktionsrisiken. Die Nachbesserung besteht dabei in der Regel in einer Leistung an die Zielgesellschaft selbst.¹¹²⁶ Der Käufer hätte somit auch nach dem Vollzug Anspruch auf Realerfüllung.¹¹²⁷ Die Nachbesserung kann jedoch auch als Recht des Verkäufers festgelegt werden.¹¹²⁸ Streitigkeiten im Zusammenhang mit allfälligen Minderungs- oder Schadenersatzansprüchen werden durch das Nachbesserungsrecht (vorerst) umgangen.¹¹²⁹ Der Käufer kann erst bei einem Scheitern des Nachbesserungsversuchs einen Anspruch auf Minderung stellen.¹¹³⁰

Nachbesserungsklauseln sind in schweizerischen Aktienkaufverträgen jedoch wenig verbreitet. Dies liegt vermutlich daran, dass ein Nachbesserungsrecht des Verkäufers die rasche Durchsetzbarkeit der Mängelrechte des Käufers erschwert. Zudem werden bei Aktienkäufen vielfach Zusicherungen abgegeben, die sich nicht nachbessern lassen.¹¹³¹ Nehmen die Parteien dennoch ein Nachbesserungsrecht in

¹¹²⁴ BGE 91 II 348.

¹¹²⁵ Vgl. auch VISCHER MARKUS, Das Nachbesserungsrecht des Käufers beim Unternehmenskauf, in: AJP 9/2011, S. 1168 ff.

¹¹²⁶ VISCHER, Sachgewährleistung, S. 364 f.; SCHENKER, Risikoallokation, S. 280 f.; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 96.

¹¹²⁷ VISCHER, Sachgewährleistung, S. 364; BGE 124 III 460; 91 II 348.

¹¹²⁸ TSCHÄNI/WOLF, S. 116.

¹¹²⁹ VISCHER, Sachgewährleistung, S. 365.

¹¹³⁰ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 96.

¹¹³¹ TSCHÄNI/WOLF, S. 116 f.; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 96.

den Vertrag auf, empfiehlt es sich, die Modalitäten und das Verhältnis zu den anderen Rechtsbehelfen vorgängig präzise festzuhalten.¹¹³²

1.3. Schadenersatz

Durch eine vertragliche Einschränkung des Schadensbegriffs kann der Rückgriff des Käufers auf den Verkäufer im Falle eines Risikoeintritts erschwert werden.¹¹³³ Auch mittels Festlegung der Details rund um die Schadensberechnung ist eine Modifikation zugunsten des Verkäufers möglich. Der Verkäufer kann die Schadenersatzansprüche des Käufers weiter insofern begrenzen, als zu deren Deckung primär die Rückstellungen der Gesellschaft zu verwenden sind.¹¹³⁴

Schadenersatzansprüche bei Mangelfolgeschäden oder entgangenem Gewinn stellen ein breites, aber undankbares Feld der Beweisführung dar. Sie werden im Vertrag oftmals wegbedungen und die finanziellen Forderungsansprüche auf den zuvor diskutierten Minderungsanspruch¹¹³⁵ reduziert. Dieses Vorgehen empfiehlt sich dem Verkäufer insbesondere hinsichtlich jener Schadenersatzansprüche, die umfangmässig schwierig abzuschätzen sind.¹¹³⁶

1.4. Quantitative Haftungsbeschränkungen

Da der Verkäufer kaum je gewillt sein wird, für vertragliche Pflichtverletzungen eine unbegrenzte Haftung einzugehen, ist es aus seiner Sicht sinnvoll, bereits im Vorfeld eine betragsmässige Beschränkung der potenziellen Ansprüche zu verlangen. Dem Käufer soll demnach beispielsweise lediglich dann ein Anspruch zustehen, wenn der Schaden einen gewissen, vertraglich festgelegten Mindestbetrag (sog. *de minimis*-Betrag) überschreitet. Die Bestimmung erweist sich insofern als

¹¹³² VISCHER, Sachgewährleistung, S. 365; BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 96.

¹¹³³ BRUSE, S. 39.

¹¹³⁴ ZÜRCHER, S. 164 f.; KRÄHENMANN, S. 95.

¹¹³⁵ Vgl. Kap. I.E.3.1.b. (3).

¹¹³⁶ SCHENKER, Risikoallokation, S. 281.

zweckmässig, als dadurch Verhandlungen über vergleichsweise geringe Beträge ausbleiben und der Aufwand in einem angemesseneren Verhältnis zum möglichen Ertrag steht.¹¹³⁷ Alternativ können die Parteien einen Schwellenwert vereinbaren, der auch als «Threshold» oder «Basket» bezeichnet wird. Im Gegensatz zum *de minimis*-Betrag betrifft er nicht die Schadensgrenze eines Einzelereignisses, sondern die Gesamtsumme einzelner Schadenspositionen. Bei Überschreiten des Schwellenwerts hat der Käufer je nach Ausgestaltung die Möglichkeit, den gesamten Schadensbetrag (sog. «First Dollar») oder nur den Schwellenwert übersteigenden Betrag (sog. «Excess Only») einzufordern.¹¹³⁸

Sodann ist es verbreitet, für die Verletzung einzelner Gewährleistungen oder Garantien einen Haftungsdeckel (sog. «Seller's Cap») vorzusehen. Damit soll sichergestellt werden, dass dem Verkäufer auch nach der Geltendmachung der Ansprüche eine gewisse Mindestsumme bzw. ein bestimmter Nettoerlös (sog. «Sockelbetrag») verbleibt.¹¹³⁹

Gleich wie bei den übrigen Vertragsklauseln ist die Höhe der betragsmässigen Beschränkung letztlich von der Verhandlungsmacht der Parteien abhängig. Der Käufer wird einer Haftungsbegrenzung in der Regel aber nur dann zustimmen, wenn er die einzugehenden Risiken im Vorfeld zuverlässig abschätzen konnte und der Kaufpreis entsprechend reduziert wird. Sollte der Verkäufer den Käufer im Zusammenhang mit einer Zusicherung über das Vorhandensein eines Mangels getäuscht bzw. diesen arglistig verschwiegen haben, ist die Begrenzung ungültig.^{1140, 1141}

¹¹³⁷ SCHENKER, Risikoallokation, S. 281 f.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 33 zu § 4.

¹¹³⁸ WALKER/MANNSDORFER, S. 157; BRUSE, S. 38 f.

¹¹³⁹ MANNSDORFER, S. 217 f.

¹¹⁴⁰ Art. 199 OR.

¹¹⁴¹ BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien, S. 98.

1.5. Inhaltliche Haftungsbeschränkungen

Der Verkäufer steht für ihm unbekannte Umstände in der Regel nur ungerne ein. Er wird daher bemüht sein, allfällige Zusicherungen möglichst auf sein vorhandenes Wissen zu beschränken (sog. «Seller's Best Knowledge»). Typischerweise stehen vor allem jene Ansprüche unter Wissensvorbehalt, denen sich der Verkäufer nicht sicher sein kann, oder die als Bedingungsrisiken ausserhalb seiner Verfügungsmacht liegen.¹¹⁴² Dies ist beispielsweise der Fall für *prozessrechtliche* oder *umweltrechtliche Risiken* sowie das Weiterbestehen von *Verträgen mit Drittpersonen*. Der Käufer wird einem Best Knowledge-Vorbehalt jedoch meistens nicht bedingungslos zustimmen. Inakzeptabel für den Käufer dürften insbesondere Wissensvorbehalte sein, welche die abgegebenen Zusicherungen betreffen.¹¹⁴³

Wird im Vertrag nicht näher geregelt, was unter den Best Knowledge-Begriff fällt, ist der Umfang der Beschränkung durch Auslegung zu ermitteln. Der Wissensvorbehalt des Verkäufers kann sich dabei entweder auf dessen konkrete Kenntnis beschränken oder auf das Kennensollen im Sinne einer fahrlässigen Unkenntnis. Ersterer Variante bietet jedoch nicht viel mehr als einen Schutz vor Täuschung. Häufiger ist der Vorbehalt deshalb im Sinne gehöriger Sorgfalt zu interpretieren und bedeutet damit die Haftung für Fahrlässigkeit.¹¹⁴⁴

Sodann haben die Parteien festzulegen, wessen Wissen dem Verkäufer anzurechnen ist. Im Zusammenhang mit der passiven Stellvertretung und der Wissenszurechnung bei juristischen Personen¹¹⁴⁵ interessiert insbesondere die Frage, ob der Verkäufer für die Kenntnis der Organe des Zielunternehmens einzustehen hat.¹¹⁴⁶ Klarerweise anrechnen lassen muss sich der Verkäufer die Kenntnis der von ihm für den Unternehmensverkauf beigezogenen Berater wie Finanzdienstleister oder

¹¹⁴² WALKER/MANNSDORFER, S. 158.

¹¹⁴³ ZÜRCHER, S. 160; TSCHÄNI/WOLF, S. 110; M. MEYER, S. 237.

¹¹⁴⁴ TSCHÄNI/WOLF, S. 110 f.; M. MEYER, S. 237.

¹¹⁴⁵ Vgl. WALTER MARIA, Die Wissenszurechnung im schweizerischen Privatrecht, Diss. Bern 2005; ABEGGLEN SANDRO, Wissenszurechnung bei der juristischen Person und im Konzern, bei Banken und Versicherungen, Habil. Bern 2004.

¹¹⁴⁶ TSCHÄNI/WOLF, S. 111; TSCHÄNI/FREY, S. 71.

Anwälte. Sofern es sich beim Verkäufer um eine juristische Person handelt, verhält es sich ebenso betreffend die im Zusammenhang mit dem Unternehmensverkauf handelnden Organe. Faktisch riskiert der Verkäufer damit, dass ihm die Kenntnis sämtlicher der für ihn am Unternehmensverkauf beteiligten Personen angerechnet wird.¹¹⁴⁷ Mit Blick auf die Vertragsgestaltung ist es daher wesentlich, die Personen, deren Kenntnis (oder auch fahrlässige Unkenntnis) dem Verkäufer zuzurechnen ist, vorab schriftlich festzuhalten. Dies kann durch namentliche Nennung der betreffenden Personen oder durch einen Beschrieb ihrer Position erfolgen. Der Umfang ihres Wissens ist vertraglich genau zu definieren.¹¹⁴⁸

Des Weiteren kann ein Gewährleistungsausschluss für unbedeutende Zusicherungsabweichungen vorgesehen werden. Hierfür eignet sich die Aufnahme einer sog. «Qualification by Materiality»-Bestimmung, wonach die einzelnen Zusicherungen nur im Wesentlichen erfüllt sein müssen.¹¹⁴⁹ Eine solche Beschränkung kann beispielsweise dahin gehend lauten, dass nur für das Nichtvorhandensein von Verletzungen, die sich wesentlich auf das Unternehmen auswirken, gewährleistet wird.¹¹⁵⁰ Zu definieren ist in einem solchen Fall jedoch, was gemäss den Parteien unter einer wesentlichen Abweichung zu verstehen ist.¹¹⁵¹

2. Ausschluss weiterer Rechtsbehelfe

Aus Sicht des Verkäufers ist es ratsam, die abschliessende Geltung der vertraglichen Rechtsbehelfe zu verlangen. Dies kann mittels einer sog. «Sole Remedy»-Klausel erfolgen.¹¹⁵²

¹¹⁴⁷ ZÜRCHER, S. 160 f.; TSCHÄNI/WOLF, S. 112.

¹¹⁴⁸ BELDI, S. 19.

¹¹⁴⁹ WALKER/MANNSDORFER, S. 158.

¹¹⁵⁰ M. MEYER, S. 236.

¹¹⁵¹ ZÜRCHER, S. 161.

¹¹⁵² ZÜRCHER, S. 168.

Damit verbunden ist die Frage, ob durch den Ausschluss der gesetzlichen Gewährleistungsansprüche auch die Möglichkeit, den Vertrag wegen eines Willensmangels anzufechten, entfällt. Wie gesehen,¹¹⁵³ steht die Geltendmachung eines Willensmangels in alternativer Konkurrenz zur Sachgewährleistung. Das Bundesgericht hat jedoch die Frage, ob sich der vertragliche Ausschluss der gesetzlichen Gewährleistungsansprüche auch auf die Irrtumsanfechtung bezieht, bislang offen gelassen. Immerhin besteht Klarheit darüber, dass die Irrtumsanfechtung nicht bereits durch vertragliche Bestimmungen, welche die Gewährspflicht zeitlich oder inhaltlich beschränken,¹¹⁵⁴ ausgeschlossen wird. Der Käufer verliert aber die Möglichkeit, sich auf einen Willensmangel zu berufen, wenn er den Irrtum mit den fehlenden Eigenschaften begründet, für welche der Verkäufer die Gewährleistung wegbedungen hat^{1155, 1156}.

Infolge der unklaren Rechtslage ist dem Verkäufer anzuraten, bezüglich der Irrtumsanfechtung einen expliziten Ausschluss vorzusehen.¹¹⁵⁷

3. Modifikation der Verfahrensvorschriften und der Verjährungsfrist

3.1. Verfahrensvorschriften

Die kaufrechtliche Prüfungsobliegenheit und Rügefrist orientieren sich an den Warengeschäften des Handelsverkehrs und erweisen sich daher für den Unternehmenskauf als wenig sachgerecht. Oftmals wird der Käufer deshalb verlangen, Art. 201 OR vertraglich so zu modifizieren, dass die Prüfungsobliegenheit ausgeschlossen und die Rügefrist verlängert wird.¹¹⁵⁸ Der Verkäufer wird hingegen ein grosses Interesse daran haben, die Rügefrist möglichst kurz zu halten, um kein

¹¹⁵³ Vgl. Kap. I.E.3.1.b. (3).

¹¹⁵⁴ BGE 91 II 275, E. 2b.

¹¹⁵⁵ BGE 126 III 59, E. 3.

¹¹⁵⁶ HEHLI, S. 8.

¹¹⁵⁷ TSCHÄNI/WOLF, S. 119 f.

¹¹⁵⁸ TSCHÄNI/WOLF, S. 114; ZÜRCHER, S. 163 f.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 34 zu § 4.

zusätzliches Zeit- und Kostenrisiko einzugehen.¹¹⁵⁹ Eine kurze Rügefrist wird für den Käufer aber nur akzeptabel sein, wenn die Anzeigefrist erst mit der Entdeckung des Mangels zu laufen beginnt. Gleiches gilt aus Sicht des Käufers, wenn eine Verletzung der Frist nicht zwangsläufig die Verwirkung des Anspruchs, sondern lediglich eine Anspruchsreduktion zur Folge hat.¹¹⁶⁰

3.2. Verjährungsfrist

Je nach Verhandlungsmacht des Verkäufers wird er durch die Ansetzung verkürzter Fristen die vertraglichen Verjährungsvorschriften dazu nutzen, sein Haftungsrisiko für die abgegebenen Zusicherungen zeitlich zu beschränken. Allerdings wird der Käufer versuchen, insbesondere betreffend die Zusicherungen im Bereich der Steuern, der Sozialabgaben und des Umweltrechts längere Gewährleistungsfristen auszuhandeln.¹¹⁶¹

Aus Verkäufersicht empfiehlt es sich ausdrücklich festzuhalten, dass es sich nicht um blosse Verjährungsfristen, sondern um Verwirkungsfristen handelt, die weder stillstehen noch unterbrochen werden können. Dies gilt allerdings nur für die Zusicherungen bzw. Gewährleistungsansprüche. Im Zusammenhang mit Garantien nach Art. 111 OR und für selbständige vertragliche Verpflichtungen des Verkäufers¹¹⁶² gilt Art. 127 OR, wonach die Verjährungsfrist nicht im Voraus abgeändert und insbesondere nicht verkürzt werden kann.^{1163, 1164}

Während der Verkäufer an möglichst kurzen Verjährungsfristen mit hohem Detaillierungsgrad interessiert ist, erhält der Käufer oftmals erst nach dem Vollzug

¹¹⁵⁹ ZÜRCHER, S. 164.

¹¹⁶⁰ SCHENKER, Risikoallokation, S. 279 f.

¹¹⁶¹ ZÜRCHER, S. 164.

¹¹⁶² Eine selbständige vertragliche Verpflichtung des Verkäufers kann beispielsweise ein Wettbewerbsverbot sein.

¹¹⁶³ Art. 129 OR.

¹¹⁶⁴ ISLER, S. 7, 14; BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 243 f.

sichere Kenntnis von allfälligen Vertragsverletzungen und wird diese nicht sogleich durch Tatsachen belegen können.¹¹⁶⁵ Aus Sicht des Käufers erweist sich daher eine Verkürzung der Verjährungsfrist¹¹⁶⁶ als problematisch. Er wird entsprechend fordern, mindestens zwei geprüfte Jahresabschlüsse erstellen zu dürfen, bevor die Gewährleistungsfrist abläuft.¹¹⁶⁷

4. Weitere vertragliche Bestimmungen zugunsten des Verkäufers

4.1. Locked Box-Prinzip

Bei der Vereinbarung eines vorläufigen Kaufpreises besteht aus Sicht des Verkäufers die Gefahr, dass er dem Käufer zu einem späteren Zeitpunkt einen Teilbetrag des Kaufpreises zurückerstatten muss. Auch können nachträgliche Preisanpassungen mit aufwendigen Expertenverfahren¹¹⁶⁸ verbunden sein.¹¹⁶⁹ Überdies wird bei den bilanzorientierten Kaufpreisanpassungsmechanismen der auf den Vollzugsstichtag zu erstellende Zwischenabschluss der Zielgesellschaft üblicherweise vom Käufer geliefert, der das Ergebnis dadurch bis zu einem bestimmten Grad kontrollieren kann.¹¹⁷⁰

Eine prüfungswürdige Alternative ist aus Sicht des Verkäufers das in Kap. I.C.4.3.b. erwähnte Locked Box-Prinzip. Dabei vereinbaren die Parteien anstelle eines vorläufigen Kaufpreises einen festen, nicht anpassbaren¹¹⁷¹ Kaufpreis, der auf Basis eines Jahres- oder eines Zwischenabschlusses mit in der Vergangenheit liegendem

¹¹⁶⁵ TSCHÄNI/FREY/MÜLLER, S. 164.

¹¹⁶⁶ Art. 210 OR.

¹¹⁶⁷ ZÜRCHER, S. 164.

¹¹⁶⁸ Vgl. dazu insbesondere FREY/MÜLLER, S. 191 ff.

¹¹⁶⁹ DIEM/ERNI, S. 354.

¹¹⁷⁰ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 229.

¹¹⁷¹ (Negative) Preisanpassungen sind lediglich möglich, falls der Verkäufer bestimmte vertragliche Pflichten verletzt. Beispiele hierfür sind die Nichtweiterführung des Geschäfts *in the ordinary course* oder die Vornahme von (verdeckten) Gewinnentnahmen. Juristisch qualifiziert dies dann jedoch nicht als Preisanpassung, sondern als Schadenersatzpflicht des Verkäufers. BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 229 f.

Referenzstichtag berechnet wird. Wie gesehen, dürfen zwischen dem Bilanzstichtag (sog. «Locked Box-Date») und dem Vollzugsstichtag keine finanziellen Mittel aus der Zielgesellschaft an den Verkäufer fließen. Erzielt das Unternehmen in dieser Zeitspanne einen Gewinn oder Verlust, fällt dieser zugunsten bzw. zuungunsten des Käufers aus.¹¹⁷² In der Regel bestimmen die Parteien zudem, dass der Kaufpreis bis zum Vollzugsstichtag zu verzinsen ist. Wirtschaftlich betrachtet, erfolgt die Übernahme der Zielgesellschaft damit bereits auf den Bilanzstichtag hin. Vorteilhaft für den Verkäufer ist, dass mit dieser Methode eine gewisse Preissicherheit geschaffen wird.¹¹⁷³

4.2. Sicherung der Kaufpreiszahlung

Um einem Zahlungsausfall des Käufers entgegenzuwirken, wird der Verkäufer die Zahlung des Kaufpreises vorgängig absichern wollen. Hierfür hat er spätestens auf den Zeitpunkt der Vertragsunterzeichnung hin einen Nachweis zu verlangen, der die Liquidität des Käufers belegt. Der Nachweis kann entweder in Form einer (Bank-)Bürgschaft oder (Bank-)Garantie erbracht werden oder anhand von Kreditverträgen, die aufzeigen, dass die Fremdfinanzierung gesichert ist.¹¹⁷⁴

4.3. Hell or High Water

Je nach Verhandlungsstärke des Verkäufers wird es ihm gelingen, den Vertrag einer sog. «Hell or High Water»-Klausel zu unterwerfen. Der Käufer verpflichtet sich darin, alles zu unternehmen bzw. alle behördlichen Auflagen zu erfüllen, um die Zustimmung der Wettbewerbsbehörde erhältlich zu machen. Darüber hinaus können die Parteien vorsehen, dass der Käufer angemessene Auflagen für eine rasche Bewilligungserteilung vorschlagen soll.

¹¹⁷² Vgl. auch SIEGRIST/KREMER, S. 115 ff.

¹¹⁷³ DIEM/ERNI, S. 354 ff.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 13 zu § 4.

¹¹⁷⁴ BRUSE, S. 41.

Die *wettbewerbsrechtlichen Wert- und Kostenrisiken* werden mit einer Hell or High Water-Klausel gänzlich auf den Käufer transferiert. Der Verkäufer kann sich des Vollzugs sicher sein, denn die Klausel statuiert, dass der Vertrag unabhängig von allfälligen Auflagen und Bedingungen zu vollziehen ist.¹¹⁷⁵ Während der Verkäufer so die für ihn in diesem Bereich höchst mögliche Transaktionssicherheit erzielt, wird der Käufer meist eine Kaufpreisreduktion verlangen. Als Verkäufer lässt sich in einem solchen Fall jedoch argumentieren, dass die Zielgesellschaft das wettbewerbsrechtliche Vollzugsrisiko nur deswegen trägt, weil es sich gerade um diesen spezifischen Käufer handelt.¹¹⁷⁶ Wichtig aus Verkäufersicht ist es zudem klarzustellen, dass die Kosten im Zusammenhang mit der Umsetzung der Auflagen zulasten des Käufers gehen.¹¹⁷⁷

4.4. Teilliquidationsklausel

Handelt es sich beim Verkäufer um eine natürliche Person, die ihre Aktien im Privatvermögen hält und ihren steuerrechtlichen Wohnsitz in der Schweiz hat, kann mit dem Aktienverkauf ein steuerfreier Kapitalgewinn erzielt werden.¹¹⁷⁸ Die Steuerbefreiung entfällt jedoch, falls die zuständige Steuerbehörde den Verkauf als indirekte Teilliquidation qualifiziert.¹¹⁷⁹

Um das betreffende Risiko zu minimieren, ist dem Verkäufer anzuraten, eine Klausel in den Aktienkaufvertrag aufzunehmen, wonach der Käufer verpflichtet ist, während fünf Jahren nach dem Kauf der Beteiligungsrechte jegliche Handlungen zu unterlassen, die für den Verkäufer eine Steuer auslösen könnten. Namentlich dürfen in dieser Zeitspanne keine schädlichen Substanzentnahmen wie Dividendenausschüttungen aus im Zeitpunkt des Verkaufs bereits bestehendem, nicht

¹¹⁷⁵ TSCHÄNI/DIEM, S. 96.

¹¹⁷⁶ MEINHARDT, S. 217 f.

¹¹⁷⁷ SEILER PHILIPPE/ANNASOHN RAPHAEL, Vortrag Bär & Karrer vom 4. September 2017.

¹¹⁷⁸ Vgl. Kap. III.B.8.3.

¹¹⁷⁹ ZÜRCHER, S. 171 f.

betriebsnotwendigem Kapital vorgenommen werden. Verletzt der Käufer die Bestimmung und fällt deswegen eine Steuer an, ist vertraglich vorzusehen, dass der Verkäufer vollumfänglich zu entschädigen ist.¹¹⁸⁰

Aus Sicht des Käufers bedeutet das Verbot, sich während fünf Jahren nur mit jenen Gewinnen zu begnügen, die nach dem Kauf angefallen sind. Um sich die Mittel dennoch verfügbar zu machen, hat der Käufer die Möglichkeit, die Gesellschaft um ein diesbezügliches Darlehen zu bitten. Das Vorgehen wird von der Steuerbehörde grundsätzlich akzeptiert, falls nicht von Beginn weg die Absicht bestand, das Darlehen nicht zurückzubezahlen, d.h. falls kein sog. simuliertes Darlehen vorliegt.¹¹⁸¹

¹¹⁸⁰ ZÜRCHER, S. 171 f.

¹¹⁸¹ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 58 zu § 3.

D. Preisanpassungsmechanismen

1. Allgemeines

Als Alternative zur Aufnahme einer Bedingung können die Parteien vereinbaren, dass der Vertrag bei einem Risikoeintritt zwar vollzogen, der Kaufpreis jedoch reduziert wird. Vor diesem Hintergrund bestehen in der Praxis verschiedene Kaufpreisanpassungsmechanismen^{1182, 1183}.

Zwar schliesst der bei der Vertragsunterzeichnung vereinbarte Kaufpreis im Idealfall sämtliche der mit der Transaktion verbundenen Risiken ein, doch bestehen stets nicht quantifizierbare Wert- und Kostenrisiken.¹¹⁸⁴ Bilanzorientierte Kaufpreisanpassungsmechanismen sind ein häufig verwendetes Instrument, um mit solchen Risiken umzugehen. Hierfür wird bei der Vertragsunterzeichnung ein vorläufiger Basiskaufpreis vereinbart, der je nach Veränderung der zwischen den Parteien vereinbarten Zielgrössen in der Übernahmebilanz¹¹⁸⁵ anzupassen ist.¹¹⁸⁶ Die Zielgrössen sind z.B. ein zuvor definierter Nettoverschuldungsgrad, das Nettoumlaufvermögen sowie vereinzelt das Nettovermögen. Für den Kauf von Banken oder Vermögensverwaltern wird zusätzlich die Höhe der verwalteten Kundenvermögen herangezogen.¹¹⁸⁷

Anders gestaltet sind die ertragsorientierten Preisanpassungsklauseln, die sich nicht an einer Bilanz, sondern am zukünftigen Ertrag des Zielunternehmens orien-

¹¹⁸² Eine Alternative zu den Preisanpassungsmechanismen stellt der Kaufpreisabschlag dar. Demnach antizipieren die Parteien die Wahrscheinlichkeit des Risikoeintritts und halten das Ergebnis im Kaufpreis fest. Diese Lösung kommt dem Käufer zugute, falls der Schadensfall nicht zwingend eintritt. Je nach Verhandlungsmacht ist der Verkäufer jedoch nicht gewillt, einen Kaufpreisabschlag hinzunehmen. BRUSE, S. 37.

¹¹⁸³ DIEM/ERNI, S. 354.

¹¹⁸⁴ WALKER/MANNSDORFER, S. 154.

¹¹⁸⁵ Die Übernahmebilanz (sog. «Closing Balance Sheet») wird auf den Vollzugs- oder einen anderen Stichtag hin erstellt. Ziel ist die Abgrenzung des Geschäftserfolgs bzw. Geschäftsverlusts auf den betreffenden Stichtag hin.

¹¹⁸⁶ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 10 zu § 4.

¹¹⁸⁷ DIEM/ERNI, S. 354.

tieren. Sie schützen je nach Ausgestaltung nicht nur den Käufer vor negativen Entwicklungen, sondern honorieren bei guter Unternehmensführung auch den Verkäufer.¹¹⁸⁸ Typisches Beispiel sind Earn-Outs¹¹⁸⁹, welche die verkäuferseitige Beteiligung an einem künftigen Unternehmensgewinn (oder -verlust) zum Gegenstand haben.¹¹⁹⁰

Weiter kann ein Teilbetrag des Kaufpreises an die Erfüllung bestimmter Kriterien geknüpft oder die Fälligkeit des Kaufpreises nach Ablauf bestimmter Ereignisse terminiert werden.¹¹⁹¹ Ein solches Vorgehen wird als «Contingent Price Adjustment» bezeichnet.¹¹⁹²

Die genannten Preisanpassungsmechanismen können nach ihrem zeitlichen Element differenziert werden: Während bilanzorientierte Klauseln auf eine Preiskorrektur am Vollzugstichtag zielen, greifen die Earn-Out-Klauseln und die Contingent Price Adjustments erst nach einer bestimmten Zeitspanne oder abhängig von einem in der Zukunft liegenden Ereignis.¹¹⁹³

2. Nettoschuldenausgleich

Der in der privaten M&A-Praxis am häufigsten verwendete bilanzorientierte Preisanpassungsmechanismus ist der Nettoschuldenausgleich (sog. «Net Debt Adjustment»). Dabei wird zunächst der Wert des Zielunternehmens im Sinne einer Debt Free/Cash Free-Valuation¹¹⁹⁴ ermittelt und im Kaufvertrag ein provisorischer Kaufpreis festgelegt. Sodann werden am Vollzugstichtag die tatsächlich vorhandenen Nettofinanzverbindlichkeiten berechnet und der Kaufpreis wird entsprechend angepasst.¹¹⁹⁵

¹¹⁸⁸ HONEGGER/MÜLLER, S. 48.

¹¹⁸⁹ Vgl. zum Begriff Kap. I.C.4.3.d.

¹¹⁹⁰ FREY/MÜLLER, S. 194; WATTER/GSTOEHL, S. 34 f.

¹¹⁹¹ Wie die Erteilung eines Patentrechts oder das Obsiegen in einem Prozess.

¹¹⁹² WALKER/MANNSDORFER, S. 154.

¹¹⁹³ WATTER/GSTOEHL, S. 35.

¹¹⁹⁴ Vgl. Kap. I.C.4.2.b.

¹¹⁹⁵ WATTER/GSTOEHL, S. 38 f.; TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 14 zu § 4; DIEM/ERNI, S. 354; HONEGGER/MÜLLER, S. 45.

Die Preisanpassungsklausel sollte jedoch nicht nur eine Anpassung in Bezug auf die Nettofinanzschulden vorsehen, sondern auch die Veränderungen des Nettoumlaufvermögens berücksichtigen. Der Verkäufer könnte sonst geneigt sein, durch eine gezielte Senkung des Nettoumlaufvermögens die Barbestände zu erhöhen, um so einen höheren Kaufpreis zu erzielen. Folglich ist der Kaufpreis ebenfalls anzupassen, wenn das Nettoumlaufvermögen am Vollzugsstichtag von dem Wert abweicht, den die Parteien diesbezüglich als betrieblich notwendigen Durchschnittswert vereinbart haben. Ebenso ist eine Anpassung des Kaufpreises vorzusehen, wenn das Anlagevermögen durch An- und Verkäufe insofern verändert wird, als dies nicht mehr als geschäftsnotwendige In- und Devestition erachtet werden kann.¹¹⁹⁶

Vorteilhaft am Nettoschuldenausgleich ist die relativ einfache Abgrenzung des Unternehmenserfolgs auf den Stichtag hin. Die Finanzverbindlichkeiten können normalerweise mühelos und innert Kürze ermittelt werden, eine vollständige Stichtagsbilanz ist in der Regel nicht erforderlich. Allerdings hat die Methode des Nettoschuldenausgleichs auch ihre Nachteile, so bleiben beispielsweise kurzfristige oder saisonale Schwankungen in der Zusammensetzung des Umlaufvermögens unberücksichtigt, falls deren Einbezug nicht explizit vereinbart worden ist.¹¹⁹⁷ Auch stellt der Mechanismus den Verkäufer vor das Problem, dass er je nach Verfahrensverlauf manchmal erst Wochen oder gar Monate nach dem Vollzug weiss, wie hoch der Kaufpreis effektiv ausfällt.¹¹⁹⁸

¹¹⁹⁶ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 244 f.; WATTER/GSTOEHL, S. 40 f.; ZÜRCHER, S. 150.

¹¹⁹⁷ TSCHÄNI/DIEM/WOLF, N 15 zu § 4.

¹¹⁹⁸ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 229.

3. Earn-Out

Earn-Out-Klauseln legen fest, dass der Käufer dem Verkäufer nach dem Vollzug des Aktienkaufvertrags einen vom künftigen Umsatz, Ertrag¹¹⁹⁹ oder von einer anderen Kenngrösse abhängigen Kaufpreis bezahlen muss. Daneben besteht für die Parteien auch die Möglichkeit, einen fixen Kaufpreis zu vereinbaren und lediglich eine erfolgsabhängige Kaufpreis-Komponente vorzusehen. Entspricht der künftige Unternehmenserfolg den Vorstellungen des Verkäufers, erzielt er aufgrund der erfolgsabhängigen Komponente einen höheren Kaufpreis. Erweist sich der Erfolg hingegen weniger positiv als erwartet, fällt der Kaufpreis entsprechend tiefer aus.¹²⁰⁰

Da der Verkäufer besser in der Lage sein dürfte, die zukünftigen Umsätze oder Erträge abzuschätzen, hierüber aber regelmässig unterschiedliche Vorstellungen zwischen den Parteien bestehen, sind Earn-Out-Klauseln eine interessante Lösungsvariante, um mit dieser Informationsasymmetrie umzugehen.¹²⁰¹

Earn-Outs kommt auch eine Finanzierungsfunktion zu, da der Teil des Kaufpreises, der vom Gewinn abhängt, bis zur definitiven Bezahlung gestundet wird und somit mindestens teilweise direkt aus den künftigen Erträgen finanziert werden kann. In der Praxis findet man Earn-Outs vorwiegend bei der Übernahme risikobehafteter Unternehmen, beispielsweise in Fällen, in denen die Geschäftsleitung oder eine Auffanggesellschaft bereit ist, das Unternehmen zu kaufen, sich der Preis jedoch nur aus den künftigen Erträgen finanzieren lässt. In einem solchen Fall ist aufgrund der unsicheren Gewinnaussichten häufig auch kein Dritter gewillt, das Unternehmen ohne Earn-Out-Klausel zu kaufen.¹²⁰²

Oftmals werden Earn-Outs den Erwartungen des Verkäufers jedoch nicht gerecht, da die Geschäftsverantwortung nach dem Vollzug auf den Käufer übergeht und dieser in der Regel eine andere Geschäftspolitik verfolgen wird als diejenige, die

¹¹⁹⁹ EBIT/EBIT(DA); Das Akronym EBITDA steht für *Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* und entspricht damit dem EBIT abzüglich den Abschreibungen auf die Sachanlagen und immateriellen Vermögensgegenstände.

¹²⁰⁰ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 249; MEIER-MAZZUCATO/MONTANDON, S. 226 f.

¹²⁰¹ FEHR/BENKERT/POGGENSEE, S. 798.

¹²⁰² SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 250 f.

der Verkäufer seinen Ertragserwartungen zugrunde legte. Earn-Out-Klauseln leiden auch darunter, dass der Käufer nach dem Vollzug die Erträge des Unternehmens durch eine aggressive Investitions- und Abschreibungspolitik künstlich reduzieren kann. Senkt der Käufer die Erträge jedoch bewusst und auf eine solche Weise, dass sich dies nicht mit den langfristigen Interessen des Unternehmens vereinbaren lässt, kann der Verkäufer gestützt auf Art. 156 OR eine Korrektur der Earn-Out-Zahlung verlangen.¹²⁰³ Verträge mit Earn-Out-Mechanismus enthalten ausserdem oft einen vom Verkäufer geforderten Pflichtenkatalog für das Zielunternehmen, der gewährleisten soll, dass sich die für den Earn-Out relevanten Anknüpfungspunkte möglichst ungehindert positiv entwickeln. Ein solches Korsett von beschränkenden, auf den Erfolg einzelner Positionen ausgerichteten Pflichten kann für den Käufer jedoch störend und dem objektiven Gesamtinteresse des Unternehmens abträglich sein.¹²⁰⁴

4. Als Mittel zur Allokation privatrechtlicher Vollzugsrisiken

Preisanpassungsmechanismen (v.a. Earn-Outs und Contingent Price Adjustments) eignen sich insbesondere im Umgang mit Bedingungsrisiken, d.h. mit Risiken, auf welche die Parteien keinen oder nur einen geringen Einfluss nehmen können und die sich entsprechend ausserhalb ihres Handlungsbereichs abspielen. Des Weiteren sind sie hauptsächlich im Zusammenhang mit Wert- und Kostenrisiken anzuwenden. Für den Umgang mit direkten Vollzugsrisiken sind sie hingegen wenig hilfreich.

Hinsichtlich der zuvor identifizierten privatrechtlichen Vollzugsrisiken bietet sich die Aufnahme einer Preisanpassungsbestimmung besonders bei Vorliegen von *Change-of-Control-Klauseln* an. Wollen die Parteien das Recht eines Dritten, z.B. eines Schlüsselmitarbeiters, zur vorzeitigen Auflösung eines Vertrags¹²⁰⁵ mit der

¹²⁰³ SIEGRIST/KREMER, S. 126; SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 250, 254.

¹²⁰⁴ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 235.

¹²⁰⁵ Ein (ausserordentliches) Kündigungsrecht kann sich sowohl aus einer Change-of-Control-Klausel als auch aus einem Dauerschuldverhältnis oder einem Vertrag mit höchstpersönlichen Rechten oder Pflichten ergeben. Vgl. hierzu Kap. II.B.4.6 und 4.7.

Zielgesellschaft nicht zur Bedingung machen, können sie stattdessen vorsehen, dass sich der Kaufpreis bei Eintritt der Kündigung entsprechend reduzieren soll. Im Idealfall wird die Höhe der Reduktion ebenfalls im Kaufvertrag festgelegt. Es kann jedoch auch vereinbart werden, dass ein Schiedsgutachter über den Umfang der Kaufpreisreduktion befinden soll.¹²⁰⁶ Im Vergleich zur Aufnahme einer Bedingung hat eine solche Klausel den Vorteil, dass der Vertragsvollzug nicht mehr von der Zustimmung eines Dritten abhängt, der schlimmstenfalls Forderungen stellt, die über seine Bedeutung für das Unternehmen hinausgehen.¹²⁰⁷ Preisanpassungsklauseln sind bei gleichzeitigem Vorliegen von Kontrollwechselklauseln jedoch mit einer gewissen Kollusionsgefahr verbunden. Namentlich besteht das Risiko, dass der Käufer und die Drittpartei vereinbaren, dass die Drittpartei den Vertrag mit der Zielgesellschaft kündigt und anschliessend mit dem Käufer einen neuen Vertrag abschliesst, damit der Käufer von einem tieferen Kaufpreis profitieren kann.¹²⁰⁸

5. Als Mittel zur Allokation öffentlich-rechtlicher Vollzugsrisiken

Bei Vorliegen eines direkten öffentlich-rechtlichen Vollzugsrisikos, d.h. falls die Transaktion ohne die Zustimmung der jeweiligen Behörde nicht durchführbar ist, vermögen die Preisanpassungsklauseln die Aufnahme von Bedingungen nicht zu ersetzen. Bei grenzüberschreitenden Transaktionen bleibt den Parteien jedoch die Möglichkeit, eine Bestimmung vorzusehen, wonach bei *Nichtgenehmigung in einem sekundären Staat* der Vertrag gleichwohl zu vollziehen und der Käufer mittels einer Anpassung des Kaufpreises für den dortigen Geschäftsverlust zu entschädigen ist.¹²⁰⁹ Die Parteien wandeln damit ein direktes in ein indirektes Risiko und ein Bedingungs- in ein Aktionsrisiko um.

Darüber hinaus können sich die Parteien dazu verpflichten, bei einer drohenden *Nichtzustimmung* der Behörde(n) oder bei einer *Zustimmung unter weitreichenden*

¹²⁰⁶ WATTER/SCHNELLER, S. 266 f.

¹²⁰⁷ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 255.

¹²⁰⁸ WATTER/SCHNELLER, S. 268.

¹²⁰⁹ WATTER/SCHNELLER, S. 268.

Auflagen und Bedingungen einen Zustand herbeizuführen, der es ihnen erlaubt, den Aktienkauf rechtskonform durchzuführen. Im Zusammenhang mit einer allfällig einzuholenden BewG-Bewilligung wäre es beispielsweise möglich, eine Bestimmung vorzusehen, wonach der Verkäufer so viele Grundstücke zum Buchwert aus der Zielgesellschaft herauskauft oder an Dritte veräußert, als notwendig sind, um den Aktienkauf bedingungslos zu vollziehen. Werden die Verkäufe jedoch nicht zum Buchwert oder dem bei der Unternehmensbewertung bestimmten bzw. dem Kaufpreis zugrunde liegenden Wert vorgenommen, ist eine entsprechende Preisanpassung vorzusehen.¹²¹⁰ Ein ähnliches Vorgehen empfiehlt sich den Parteien, wenn eine wettbewerbsrechtliche Bewilligung erhältlich gemacht werden kann, indem der Verkäufer Kapital freisetzt, sei es, dass er Vermögenswerte veräußert oder Immaterialgüterrechte lizenziert.¹²¹¹

¹²¹⁰ WATTER/SCHNELLER, S. 268 f.

¹²¹¹ SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 272.

E. Ausgewählte Allokationsklauseln im Ländervergleich

1. Einleitung

Der nachfolgende Vergleich der statistischen Häufigkeit ausgewählter Allokationsklauseln in Deutschland, Österreich und der Schweiz (sog. «DACH-Region») mit jener in den USA soll die praktische Umsetzung¹²¹² bzw. Relevanz der zuvor dargestellten vertraglichen Allokationsinstrumente im betreffenden Rechtskreis aufzeigen.

Der Vergleich stützt sich auf die Ergebnisse der CMS¹²¹³ European M&A Study 2017 (European M&A Study)¹²¹⁴ und die Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study (Deal Points Study) des Mergers & Acquisitions Market Trends Subcommittee der American Bar Association (ABA)¹²¹⁵. Für erstere Studie wurden insgesamt 443 Transaktionen und für letztere 117 Transaktionen nicht börsenkotierter Gesellschaften ausgewertet. Des Weiteren wurde ein Interview mit einem Experten¹²¹⁶ auf diesem Gebiet aus einer Schweizer Anwaltskanzlei geführt.

Vorab kann festgehalten werden, dass die Aktienkaufverträge in der DACH-Region und in den USA in Bezug auf den Preismechanismus tendenziell käuferfreundlich ausfallen. Dies wird insbesondere daraus ersichtlich, dass Kaufpreisanpassungsmechanismen ein zentraler Bestandteil der überwiegenden Mehrheit der

¹²¹² Hierzu ist anzumerken, dass zahlreiche anglo-amerikanische Standards wie Conditions, Warranties, Representations und Indemnities keine äquivalente Entsprechung im deutschsprachigen Raum haben. Die Rechtsfiguren sind deshalb stets im Lichte der Rechtsordnung des jeweiligen Aktienkaufvertrags auszulegen. VOSS, S. 152.

¹²¹³ Die Abkürzung CMS steht für die internationale Anwaltskanzlei *Cameron McKenna Nabarro Olswang*.

¹²¹⁴ CMS publiziert jährlich eine Studie zu privaten M&A Transaktionen in den USA und in Europa, abrufbar unter: <<http://www.cms-lawnow.com/publications/2018/03/cms-european-ma-study-2017>>.

¹²¹⁵ Die ABA publiziert alle zwei Jahre Studien zu privaten M&A Transaktionen in den USA und in Europa, abrufbar unter: <<http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL560003>>.

¹²¹⁶ Dr. Christoph Neeracher, Co-Head der Practice Group Private M&A und Private Equity, Bär & Karrer AG.

Aktienkaufverträge sind. Dennoch werden die (Kaufpreis-)Risiken insbesondere im deutschsprachigen Rechtskreis nicht nur zu Gunsten des Käufers aufgeteilt, vielmehr besteht eine Zunahme an Locked-Box-Regelungen und eine Abnahme an MAC-Bestimmungen. Aufgrund des Trends zu Fixpreisen und einer vermehrten Beschränkung der Haftung des Verkäufers auf spezifische Sachverhalte ist von einem zunehmenden Verkäufermarkt auszugehen.

2. Preisanpassungsmechanismen

2.1. Preisanpassungs- und Locked Box-Klauseln

Die Kaufpreismechanik stellt eines der umstrittensten Vertragselemente bei Aktienkaufverträgen dar. Während der Verkäufer tendenziell einen Fixpreis verlangen wird, um Preissicherheit zu erzielen und die Streitanzfälligkeit tief zu halten, ist der Käufer eher an einem vorläufigen Kaufpreis und dessen Anpassung zu einem späteren Zeitpunkt interessiert.¹²¹⁷

Vertragsbestimmungen, die im Falle eines Risikoeintritts eine Kaufpreisanpassung vorsehen, sind sowohl im deutschsprachigen Rechtsraum als auch in den USA verbreitet. In ersterem Rechtskreis enthielten nur knapp die Hälfte¹²¹⁸ der untersuchten Verträge keinen (bilanzorientierten) Kaufpreisanpassungsmechanismus. Noch häufiger werden die Kaufpreisanpassungsklauseln in den USA eingesetzt: Ein Vergleich zeigt, dass mehr als achtzig Prozent der untersuchten Verträge einen solchen Mechanismus enthielt.¹²¹⁹ Entgegen der Absicht des Gesetzgebers in den betreffenden Rechtsordnungen geht das Wert- und Kostenrisiko der Kaufsache somit regelmässig erst nach dem anstatt mit dem Vertragsabschluss auf den Käufer über.

Für die Verhandlungsmacht des Verkäufers spricht jedoch, dass sich im Jahr 2017 in rund der Hälfte der untersuchten Verträge der DACH-Region Locked Box-

¹²¹⁷ SEILER PHILIPPE/ANNASOHN RAPHAEL, Vortrag Bär & Karrer vom 4. September 2017.

¹²¹⁸ European M&A Study, S. 15.

¹²¹⁹ Deal Points Study, Folie 11.

Klauseln¹²²⁰ fanden.¹²²¹ Dies stellt eine signifikante Zunahme gegenüber den vergangenen Jahren dar und ist vermutlich darauf zurückzuführen, dass es aktuell mehr Private-Equity-Verkäufer¹²²² gibt. Locked Box-Klauseln sind in der Praxis zudem insbesondere bei grösseren Transaktionen anzutreffen und weisen häufig eine Cashflow-Beteiligung zugunsten des Verkäufers auf.¹²²³ Im US-amerikanischen Rechtsraum wurde das Locked Box-Prinzip hingegen bislang kaum angewandt.¹²²⁴ Immerhin wird der Mechanismus von den US-Käufern im deutschsprachigen Raum zunehmend akzeptiert.¹²²⁵

Die Popularität der Kaufpreisanpassungsklauseln in den USA kann als vertragliche Korrektur zur verkäuferfreundlichen Ausrichtung des US-Kaufrechts gesehen werden. Aus Sicht des Käufers erscheint es legitim, das Risiko eines negativen Geschäftsverlaufs auf den Zeitpunkt des Vollzugs zu verlegen und entspricht damit dem im US-amerikanischen Kaufrecht verankerten *caveat emptor*¹²²⁶ Grundsatz.

Die Vereinbarung eines Locked Box-Kaufpreises hat ihren Ursprung hingegen in der Private Equity-Branche, in welcher von Seiten der Investoren ein gewisser Druck besteht, den Verkaufserlös möglichst ohne nachträgliche Anpassungen an sie weiterzugeben. Die geringe Anzahl der Locked Box-Klauseln in den USA lässt sich damit begründen, dass die Private Equity-Investoren in den vergangenen zehn Jahren in Europa einen vergleichsweise bedeutenderen Einfluss auf die M&A-Praxis hatten als in den USA.¹²²⁷

¹²²⁰ Vgl. hierzu Kap. III.C.4.1.

¹²²¹ Pressemitteilung zur CMS European M&A Study vom 22.03.2018, abrufbar unter <<https://www.presseportal.de/pm/62707/3897905>>.

¹²²² Private Equity ist der Überbegriff für von privaten/institutionellen Anlegern bereitgestelltes Eigenkapital, das als Beteiligung für einen befristeten Zeitraum in eine Gesellschaft investiert wird, um eine möglichst hohe finanzielle Rendite zu erwirtschaften.

¹²²³ SEILER PHILIPPE/ANNASOHN RAPHAEL, Vortrag Bär & Karrer vom 4. September 2017.

¹²²⁴ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 232.

¹²²⁵ SEILER PHILIPPE/ANNASOHN RAPHAEL, Vortrag Bär & Karrer vom 4. September 2017.

¹²²⁶ Vgl. hierzu die Ausführungen in Kap. I.E.3.1.c (5).

¹²²⁷ European M&A Study, S. 9.

2.2. Earn-Out-Klauseln

Earn-Outs¹²²⁸ bzw. Klauseln, die vorsehen, dass der Käufer dem Verkäufer einen von bestimmten, nach dem Vollzug eintretenden Ereignissen abhängigen Kaufpreis bezahlen muss, gewinnen statistisch gesehen an Bedeutung.¹²²⁹ Sie gelangten im deutschsprachigen Raum bei einem Viertel¹²³⁰ der untersuchten Transaktionen zur Anwendung, gleich häufig¹²³¹ wie in den USA. Die Verwendung lässt sich insbesondere mit der Diskrepanz der Kaufpreisvorstellungen von (skeptischen oder liquiditätsschwachen) Käufern und (optimistischen) Verkäufern sowie den aktuell sehr hohen Unternehmensbewertungen erklären. Ersteres ist vor allem im Zusammenhang mit der aktuellen Weltwirtschaftslage (z.B. den unklaren Auswirkungen des Brexit oder den geopolitischen Spannungen) und der damit verbundenen Unsicherheit des Käufers in Bezug auf die zukünftige Performance des Unternehmens zu sehen.¹²³² Obwohl Earn-Outs ein ideales Instrument zur Überbrückung der unterschiedlichen Kaufpreisvorstellungen (sog. «Bridging the Valuation Gap») sind, ist ihre Ausgestaltung in der Praxis sehr komplex (z.B. ist umstritten, auf welche Einzelposition abgestellt wird, wie diese berechnet werden soll oder welche Effekte herauszurechnen sind). Earn-Outs sind deshalb insbesondere für den Verkäufer mit einer grossen Unsicherheit verbunden. Im aktuellen Verkäufermarkt ist daher der Trend zu Fixpreisen höher zu gewichten als jener zu Earn-Outs.¹²³³

Trotz der für den Käufer einschränkenden Bestimmungen von Earn-Outs, die einer organisatorischen oder rechtlichen Umstrukturierung des Unternehmens im Wege stehen können, wurde der Zeitraum für die Bewertung des Earn-Outs bei knapp

¹²²⁸ Vgl. zum Begriff Kap. I.C.4.3.d.

¹²²⁹ VISCHER, Earn-out-Klauseln, S. 509; Sie stehen oftmals zusätzlich zum post-closing Adjustment vereinbarten Kaufpreisanpassungsmechanismus, BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 232.

¹²³⁰ European M&A Study, S. 19.

¹²³¹ Deal Points Study, Folie 17.

¹²³² BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 233; SEILER PHILIPPE/ANNASOHN RAPHAEL, Vortrag Bär & Karrer vom 4. September 2017.

¹²³³ NEERACHER CHRISTOPH, Expertengespräch vom 13. Juni 2018.

der Hälfte der betreffenden Verträge auf eine Zeitspanne von zwei oder mehr Jahren¹²³⁴ festgelegt. Die verhältnismässig langen Fristen sind vermutlich darauf zurückzuführen, dass der Käufer ein grundsätzliches Interesse daran hat, am Vollzugsstichtag einen tiefen Kaufpreis zu bezahlen und die Möglichkeit für die Kaufpreisnachverhandlungen zu erhöhen. Dies ist tendenziell einfacher zu erreichen, wenn der Earn-Out über mehrere Jahre läuft.¹²³⁵ Der Käufer wird zudem bei einem nachhaltigen Erfolg eher gewillt sein, eine zusätzliche Kaufpreiskomponente zu bezahlen.¹²³⁶ Daneben finden sich Earn-Out-Klauseln häufig in personenbezogenen Branchen und bei Start-ups. Sie dienen dabei als Anreizinstrument für den Verkäufer, nach dem Vollzug noch eine begrenzte Zeit in einer Führungsposition im Unternehmen zu verbleiben.¹²³⁷

3. Quantitative Haftungsbeschränkungen

3.1. De minimis und Basket-Klauseln

De minimis-Klauseln,¹²³⁸ bei denen dem Käufer im Falle eines Unterschreitens einer bestimmten Haftungsuntergrenze keine Gewährleistungsansprüche zustehen, waren in knapp drei Viertel¹²³⁹ der Unternehmenskaufverträge der DACH-Region zu finden. Sie können für diesen Rechtskreis somit als Standard bezeichnet werden.¹²⁴⁰ In den USA wurden sie hingegen nur bei etwas mehr als einem Drittel¹²⁴¹ der Transaktionen vereinbart.

¹²³⁴ European M&A Study, S. 18.

¹²³⁵ NEERACHER CHRISTOPH, Expertengespräch vom 13. Juni 2018.

¹²³⁶ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 235 f.

¹²³⁷ SEILER PHILIPPE/ANNASOHN RAPHAEL, Vortrag Bär & Karrer vom 4. September 2017.

¹²³⁸ Vgl. hierzu Kap. III.C.1.4.

¹²³⁹ European M&A Study, S. 22.

¹²⁴⁰ European M&A Study, S. 21.

¹²⁴¹ European M&A Study, S. 22.

Eine zweite verkäuferfreundliche Beschränkung der Haftungsansprüche ist die Festlegung eines Schwellenwerts¹²⁴² bzw. Baskets. Der Anteil der Basket-Klauseln, welche den Verkäufer bis zu einer vertraglich statuierten Gesamtsumme einzelner Schadenspositionen vor Ansprüchen des Käufers schützen, lag in der DACH-Region bei mehr als der Hälfte und in den USA bei nahezu 100% der untersuchten Verträge.¹²⁴³

Generell ist allerdings ein rückläufiger Trend an Basket- und *de minimis*-Klauseln erkennbar. Dies lässt sich einerseits mit dem vermehrten Einsatz von W&I-Versicherungen¹²⁴⁴ erklären, die zur Absicherung der Haftungsgrenzen eingesetzt werden. Andererseits wird die Haftung des Verkäufers aufgrund des aktuellen Verkäufermarktes vermehrt auf spezifische Sachverhalte und weniger auf einen bestimmten Betrag beschränkt.¹²⁴⁵

Bei einem Basket sowie bei Vorliegen einer *de minimis*-Klausel ist sodann zu klären, ob der Käufer bei Erreichen des Schwellenwerts den gesamten Schaden einklagen kann oder lediglich jenen Anteil, der den Schwellenwert überschreitet.¹²⁴⁶ Während in der DACH-Region die Mehrheit¹²⁴⁷ der Parteien die erste Variante wählte, sprach sich nur ein Viertel der US-Parteien¹²⁴⁸ für eine vollumfängliche Übernahme des Schadens aus. Die Präferenzen im betreffenden Rechtskreis erklären sich mit der jeweiligen Verwendung eines Baskets oder einer *de minimis*-Klausel.

¹²⁴² Vgl. hierzu Kap. III.C.1.4.

¹²⁴³ European M&A Study, S. 24 f.; Deal Points Study, Folie 75 ff.

¹²⁴⁴ W&I steht für *Warranty and Indemnity Insurance*, d.h. eine Versicherung, die im Rahmen des Unternehmenskaufs abgegebene Gewährleistungen und Zusicherungen absichert.

¹²⁴⁵ NEERACHER CHRISTOPH, Expertengespräch vom 13. Juni 2018.

¹²⁴⁶ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 239.

¹²⁴⁷ European M&A Study, S. 25.

¹²⁴⁸ Deal Points Study, Folie 76.

3.2. Haftungsobergrenzen

Haftungsobergrenzen des Verkäufers bzw. Seller's Caps¹²⁴⁹ sind in den untersuchten Rechtsordnungen verbreitet. Ihre Verwendung basiert auf dem Verständnis, dass es aus Verkäufersicht unfair wäre, ein Haftungsrisiko einzugehen, das höher ist als der erzielbare Gewinn. Verhandlungsgegenstand ist daher oftmals nicht die Aufnahme der Bestimmung selbst, sondern die Frage, wie hoch die Haftungsgrenze sein soll.¹²⁵⁰

Gelangen Haftungsobergrenzen im deutschsprachigen Raum zur Anwendung, liegt die Grenze für die Geltendmachung der Gewährleistungsansprüche in rund einem Drittel der Fälle bei mehr als der Hälfte des Kaufpreises.¹²⁵¹ Verglichen mit den Daten aus den USA zeigt sich, dass im US-amerikanischen Rechtsraum wesentlich tiefere Höchstgrenzen festgelegt werden. Die Hälfte der Unternehmenskäufe begrenzte die Haftungsansprüche des Käufers bei weniger als einem Zehntel des Kaufpreises.¹²⁵²

Aus dem statistischen Unterschied zwischen den beiden Rechtsräumen könnte abgeleitet werden, dass die quantitativen Haftungsbeschränkungen in den USA aufgrund der Verkäuferfreundlichkeit des US-Kaufrechts traditionell tiefer ausfallen als im käuferfreundlicheren deutschsprachigen Rechtsraum. Allerdings liegt der Grund für die tiefen Höchstgrenzen in den USA vermutlich eher in der standardmässigen Verbreitung von W&I-Versicherungen. Sie ermöglichen es dem Käufer, sich zusätzlich zu der mit dem Verkäufer vereinbarten Höchstgrenze abzusichern. Aufgrund der Internationalität des M&A-Marktes ist jedoch eine zunehmende Angleichung der beiden Rechtskreise feststellbar, was bewirkt, dass die Seller's Caps für die Gewährleistungen und Garantien im aktuellen Verkäufermarkt selbst in der

¹²⁴⁹ Vgl. hierzu Kap. III.C.1.4.

¹²⁵⁰ European M&A Study, S. 26.

¹²⁵¹ European M&A Study, S. 27; Deal Points Study, Folie 76.

¹²⁵² Deal Points Study, Folie 85.

DACH-Region tiefer angesetzt werden, vereinzelt gar bei bloss einem Schweizer Franken¹²⁵³.¹²⁵⁴

4. Zeitliche Haftungsbeschränkungen

Der Verkäufer wird in der Regel versuchen, die Gewährleistungsfristen für die jeweiligen Gewährleistungsansprüche des Käufers zu verkürzen. Diese verkäuferfreundliche Bestimmung bewirkt, dass dem Käufer weniger Zeit bleibt, seine Haftungsansprüche durchzusetzen.

Die vertragliche Frist für die Geltendmachung von Gewährleistungsansprüchen beträgt im deutschsprachigen Rechtsraum jedoch meistens analog zur gesetzlichen Bestimmung¹²⁵⁵ 12–24 Monate¹²⁵⁶. Damit soll dem Käufer Gelegenheit gegeben werden, selbst ein bis zwei Jahresabschlüsse durchzuführen.¹²⁵⁷

Für den US-amerikanischen Rechtsraum liegen aktuell keine vergleichbaren Datensätze vor. Allerdings verjähren in den USA die Gewährleistungsansprüche bei Anwendbarkeit des UCC innert vier Jahren nach dem Angebot der Kaufsache.¹²⁵⁸ Die Parteien vereinbaren in den USA jedoch häufig vom UCC abweichende, auf die jeweilige Zusicherung angepasste Gewährleistungsfristen.¹²⁵⁹

¹²⁵³ Bei solch niedrigeren Haftungshöchstgrenzen wird jedoch häufig eine zusätzliche W&I-Versicherung abgeschlossen.

¹²⁵⁴ NEERACHER CHRISTOPH, Expertengespräch vom 13. Juni 2018.

¹²⁵⁵ Vgl. die zweijährige Verjährungsfrist nach Art. 210 OR, § 438 Abs. 1 Nr. 3 BGB und § 933 ABGB.

¹²⁵⁶ European M&A Study, S. 33.

¹²⁵⁷ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 243.

¹²⁵⁸ Sect. 2-725 (2) UCC.

¹²⁵⁹ VOSS, S. 43.

5. Ausschluss von Gewährleistungsansprüchen bei Kenntnis des Käufers

Macht der Käufer nach dem Vertragsvollzug Mängel geltend, die ihm schon vor dem Vollzug oder gar vor dem Vertragsabschluss bekannt waren, wird dies in der US-amerikanischen Rechtsordnung als sog. «Sandbagging» bezeichnet. Während ein solches Vorgehen in den deutschsprachigen Ländern häufig vertraglich ausgeschlossen wird¹²⁶⁰, jedenfalls hinsichtlich der vor dem Vollzug offengelegten Informationen, war dies in den USA gemäss einer Studie von WHITEHEAD¹²⁶¹ nur bei jeder zehnten Transaktion der Fall. Bei rund einem Drittel¹²⁶² der Kaufverträge wird ein solches Vorgehen explizit erlaubt. Bei mehr als der Hälfte¹²⁶³ der Verträge mangelte es an einer entsprechenden Regelung.¹²⁶⁴

Hierzu ist jedoch anzufügen, dass der Verkäufer bei Vorliegen einer Sandbagging-Klausel oftmals nicht für sämtliche Mängel einstehen muss, da er die Gewährleistung in der Regel durch ein sog. «Specific Disclosure» eingeschränkt hat. Specific Disclosures sind in den USA im Vergleich zur deutschsprachigen Praxis jedoch nur in einem eng definierten Rahmen zulässig und werden meist in Form eines separaten Disclosure Letter¹²⁶⁵ ausgewiesen. Unzulässig nach US-Rechtspraxis

¹²⁶⁰ Die heute in der DACH-Region verbreitete Regelung sieht vor, dass der Verkäufer grundsätzlich nicht für jene Zusicherungen haftet, deren Unrichtigkeit aus den offengelegten Informationen ersichtlich war. Der vom Käufer anzuwendende Sorgfaltsmassstab für das Erkennen solcher Mängel wird regelmässig individuell vereinbart. Die Kenntnis wird z.B. davon abhängig gemacht, ob der Käufer in derselben Branche tätig ist (was vertiefte Kenntnisse impliziert), oder ob die offengelegten Informationen den Mangel aus sich heraus schlüssig beschreiben müssen, d.h. ohne dass weitere, nicht offengelegte Informationen des Verkäufers erforderlich wären. BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 245 f.

¹²⁶¹ CHARLES WHITEHEAD, Sandbagging, Default Rules and Acquisition Agreements, in: Delaware Journal of Corporate Law 36/2011, S. 1093 ff.

¹²⁶² Deal Points Study, Folie 63.

¹²⁶³ Deal Points Study, Folie 63.

¹²⁶⁴ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 248 f.

¹²⁶⁵ Vgl. hierzu Kap. III.B.2.2.b.

wäre es, die Haftungsbeschränkung über den Due Diligence-Datenraum zu regeln. Dieser hat in den USA lediglich informativen¹²⁶⁶ Charakter.¹²⁶⁷

In über der Hälfte¹²⁶⁸ der Fälle, in welchen keine Sandbagging-Abrede getroffen worden war, kam ein von den Parteien bestimmtes Gesetzesrecht zur Anwendung. Die Mehrheit der Verträge verwies dabei auf das Common Law der Gliedstaaten Delaware oder New York, welche ihrerseits ein Sandbagging zulassen.¹²⁶⁹ Die Rechtsprechung bzw. das Case Law dieser Staaten tendiert allerdings dazu, Specific Disclosure Forderungen des Käufers abzuweisen.¹²⁷⁰ Den betreffenden Parteien ist folglich anzuraten, von Beginn an eine eigene diesbezügliche Regelung vorzusehen.

6. MAC-Klauseln

MAC-Klauseln¹²⁷¹ erlauben es dem Käufer, vom Kaufvertrag zurückzutreten, falls sich ein spezifisches, vertraglich definiertes Risiko in der Zeitspanne zwischen Vertragsunterzeichnung und Vollzug materialisieren sollte.

Während MAC-Klauseln im US-amerikanischen Rechtsraum zum absoluten Standard¹²⁷² eines jeden Aktienkaufvertrags gehören, kommen sie im deutschsprachigen Rechtskreis nur in jedem zehnten Vertrag¹²⁷³ vor. Letzteres häufig in jenen Fällen, in denen ein Käufer aus den USA involviert war.¹²⁷⁴ Wird eine MAC-Be-

¹²⁶⁶ Im Vergleich zur deutschsprachigen Rechtspraxis genügt nach US-amerikanischem Recht der bloße Hinweis auf einen Mangel im Datenraum nicht, um einen Haftungsanspruch auszuschließen. BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 251.

¹²⁶⁷ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 249 f.

¹²⁶⁸ Deal Points Study, Folie 63.

¹²⁶⁹ Vgl. WHITEHEAD CHARLES, Sandbagging, Default Rules and Acquisition Agreements, in: Delaware Journal of Corporate Law 36/2011, S. 1093 ff.

¹²⁷⁰ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 250 f.

¹²⁷¹ Vgl. hierzu Kap. III.B.1.2. mit weitergehenden Ausführungen.

¹²⁷² Vgl. Deal Points Study, Folie 55.

¹²⁷³ European M&A Study, S. 38.

¹²⁷⁴ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 252 (FN 65).

stimmung in den Kaufvertrag aufgenommen, erfolgt dies in der Regel unternehmensspezifisch (sog. «Company-MAC») oder bei einer Unternehmensausgliederung (sog. «Carve-Out»). MAC-Klauseln, welche die Marktentwicklungen betreffen, sind zumindest im deutschsprachigen Rechtsraum nahezu aus den Kaufverträgen verschwunden.¹²⁷⁵

Die rückläufige Verbreitung von MAC-Klauseln im deutschsprachigen Raum ist auf den aktuellen Verkäufermarkt zurückzuführen: Für den Verkäufer ist nebst dem Preis die Transaktionssicherheit zentral, diese wird durch die Aufnahme einer MAC-Klausel aber stark reduziert.¹²⁷⁶

Der deutliche Unterschied zwischen den untersuchten Rechtskreisen kann auch darauf zurückgeführt werden, dass ein US-Käufer aufgrund des *caveat emptor* Grundsatzes vergleichsweise mehr Transaktionssicherheit fordert. Ausserdem fallen im deutschsprachigen Rechtsraum gerade bei kleineren Transaktionen die Vertragsunterzeichnung und der Vollzug zeitlich häufig zusammen. Dies macht die Aufnahme einer MAC-Klausel obsolet. In den USA wird hingegen bereits bei einem geringen Transaktionsvolumen die Zustimmung der Wettbewerbsbehörde verlangt, was mit einem höheren Wert- und Kostenrisiko verbunden ist.¹²⁷⁷

Das Verschwinden der MAC-Klauseln aus der deutschsprachigen Rechtspraxis bedeutet jedoch nicht, dass die Parteien ein vertragliches Rücktrittsrecht des Käufers kategorisch ausschliessen. Vielmehr nehmen sie eher eine Bedingung in den Kaufvertrag auf, wonach die Zusicherungen des Verkäufers im Zeitpunkt des Vollzugs zutreffen müssen, andernfalls der Käufer vom Vertrag zurücktreten kann.¹²⁷⁸

¹²⁷⁵ SEILER PHILIPPE/ANNASOHN RAPHAEL, Vortrag Bär & Karrer vom 4. September 2017.

¹²⁷⁶ NEERACHER CHRISTOPH, Expertengespräch vom 13. Juni 2018.

¹²⁷⁷ European M&A Study, S. 9.

¹²⁷⁸ BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen, S. 253.

F. Faktoren einer erfolgreichen Risikoallokation

Aus ökonomischer Perspektive ist ein Unternehmensverkauf für den Verkäufer dann erfolgreich, wenn er einen möglichst hohen Verkaufspreis erzielt und nach dem Verkauf keine Risiken mehr trägt. Für den Käufer hingegen bedeutet ein erfolgreicher Unternehmenskauf, dass der diskontierte Wert der freien Cashflows, die er inskünftig mit dem Unternehmen erwirtschaften wird, den Kaufpreis übersteigt, und dass der Verkäufer weiterhin für die Mehrheit der mit dem Unternehmen verbundenen Risiken haftet.

Trotz der entgegengesetzten Parteiinteressen scheint es für beide Parteien wichtig, durch eine gezielte Nutzung der Vorbereitungsphase bereits frühzeitig allfällige Wert- und Kostenrisiken zu erkennen und zu reduzieren. Als Beispiel dienen gerichtliche oder administrative Verfahren, die idealerweise bereits vor Transaktionsbeginn beendet werden, da es prozessökonomisch wenig Sinn ergibt, diese auf den Käufer zu übertragen. Gleiches gilt für unklare Vertragssituationen mit Dritten, die den Unternehmenswert negativ beeinflussen können. Die Durchführung einer sorgfältigen Due Diligence ist in diesem Zusammenhang unabdingbar. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse ermöglichen es dem Käufer, sein Angebot besser zu unterlegen, und schaffen gleich lange Spiesse für die Vertrags- bzw. Preisverhandlungen.

Für eine erfolgreiche Zuordnung der Risiken ist es sodann elementar, dass die Parteien eine möglichst rationale Herangehensweise wählen. Heikel sind Emotionen insbesondere dann, wenn der Käufer die identifizierten Risiken aus strategischen Überlegungen bagatellisiert oder seine Fähigkeiten im Umgang mit diesen überschätzt.

Eine klare Risikozuordnung kann helfen, Unsicherheiten in Bezug auf die Risikotragung zu reduzieren, und spätere Streitigkeiten zu unterbinden. Zur effizienten Aufteilung der Risiken sind vorab die damit verbundenen finanziellen Folgen zu berechnen. Nur so lässt sich beurteilen, ob das zugeordnete Risiko von der jeweiligen Partei effektiv getragen werden kann.

Schliesslich ist den Parteien anzuraten, von vertraglichen Verjährungsfristen und Verfahrensvorschriften abzusehen, die nur schwer einzuhalten sind und einzig dazu dienen, die vereinbarten Rechtsbehelfe zu vereiteln.¹²⁷⁹

¹²⁷⁹ Als Basis für die Identifikation der Erfolgsfaktoren in diesem Kapitel dienen insbesondere die Ausführungen in: SCHENKER, Unternehmenskauf, S. 10 ff.; SCHENKER, Risikoallokation, S. 245.

G. Grenzen der vertraglichen Risikoallokation

Eine perfekte Risikoallokation wäre erreicht, wenn alle gegenwärtigen und künftigen Entwicklungen nach Risikoneigung und -kapazität zwischen den Parteien aufgeteilt würden. Dies ist bei Aktienkaufverträgen jedoch kaum möglich, da die Diskussion unwahrscheinlicher Ereignisse den Parteien die Zeit und Mühe regelmäßig nicht wert ist.¹²⁸⁰ Liegen die Kosten, welche zur vertraglichen Aufteilung der Risiken aufgewendet werden müssen, über denjenigen, die mit einer unvorbereiteten, nachträglichen Bewältigung einhergehen, sollte aus ökonomischer Perspektive bzw. im Sinne einer effizienten Vertragsgestaltung auf eine Regelung verzichtet werden. Es hängt aber auch von der Risikostrategie der Parteien ab, ob und wieviel Unsicherheit sie in Kauf nehmen wollen. Eine Ausnahme bilden die direkten Vollzugsrisiken, die unabhängig von den Kosten im Vorfeld des Vollzugs zu bewältigen sind, da die Transaktion sonst nicht durchgeführt werden kann.¹²⁸¹

Eine effektive Aufteilung der Risiken setzt überdies voraus, dass der Vertrag sprachlich so formuliert ist, dass er die betreffenden Risiken und die Vorgehensweise im Falle eines Risikoeintritts unmissverständlich beschreibt. Es gehört aber zu den Erkenntnissen der juristischen Methodenlehre, dass rechtliche Bestimmungen begrifflich unscharf sein können und die Sprache die Realität oftmals nur beschränkt abzubilden vermag.¹²⁸² Unschärfen im sprachlichen Ausdruck sind bei der Vertragsgestaltung somit praktisch unvermeidbar¹²⁸³ und in die Risikoüberlegungen miteinzubeziehen.

¹²⁸⁰ Siehe betreffend die Unvollständigkeit von Unternehmenskaufverträgen MALACRIDA, Vertragsgestaltung, S. 26; POSNER RICHARD A., The Law and Economics of Contract Interpretation, in: Texas Law Review, 83 (6)/2005, S. 1585 ff.

¹²⁸¹ M. MEYER, S. 202; MALACRIDA, Vertragsgestaltung, S. 29.

¹²⁸² MALACRIDA, Vertragsgestaltung, S. 25 f.; Vgl. auch SCHUMACHER, S. 461 ff. (FN 6).

¹²⁸³ M. MEYER, S. 201.

IV. Gesamtwürdigung und Empfehlungen

A. Gesamtwürdigung der Ergebnisse aus Theorie und Praxis

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit konnte gezeigt werden, dass die gesetzlichen Vorschriften zur Haftung des Verkäufers beim Aktienkauf den Sicherungsansprüchen des Käufers nicht genügen.

Ein Vergleich der Rechtsordnung der Schweiz mit jener Deutschlands, Österreichs und der USA ergab, dass das deutsche und das österreichische Recht am käuferfreundlichsten ausgestaltet sind. Sie schützen den Aktienkäufer aufgrund des weiten Beschaffenheitsbegriffs auch in Bezug auf das hinter den Aktien stehende Unternehmen. Die Rechtslage in der Schweiz präsentiert sich aus Sicht des Käufers hingegen weniger klar. Ihm bleibt im Störungsfall nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung einzig die Geltendmachung eines Willensmangels zur Durchsetzung seiner Ansprüche. Aufgrund des im US-amerikanischen Kaufrecht geltenden *caveat emptor*-Prinzips und des weitestgehenden Fehlens käuferseitiger Schutzmechanismen erscheint die Schweiz aus Risikoperspektive des Käufers jedoch vergleichsweise "eingemittelt".

Sodann wurden privat- und öffentlich-rechtliche sowie direkte und indirekte Vollzugsrisiken ermittelt, die für Aktienkäufe typisch sind. Auch wurden mögliche Risikoallokationen aufgezeigt, welche es den auf Rechtssicherheit angewiesenen Parteien erlauben, im Rahmen der Privatautonomie ihr eigenes Recht zu setzen und Vertragsklauseln festzulegen, die sie gegen rechtliche Vollzugsrisiken absichern. Im Ergebnis findet insbesondere unter Aufnahme vertraglicher Gewährleistungen, Garantien und Preisanpassungsklauseln ein Transfer der betreffenden Risiken in Richtung des Verkäufers statt. Dies deckt sich insofern mit der Erkenntnis des praktischen Teils der vorliegenden Arbeit, wonach unter Aufnahme der vorgenannten Instrumente zwar eine grundsätzliche Verschiebung der Risiken in die Sphäre des Verkäufers stattfindet, das Restrisiko jedoch vermehrt beim Käufer verbleibt. Die stärkere Verhandlungsmacht des Verkäufers ist insbesondere an der häufigeren Verwendung von Locked-Box-Bestimmungen und der Vereinbarung von niedrigeren Haftungsobergrenzen ersichtlich. Der Trend zu verkäuferfreund-

licheren Verträgen zeigt sich auch am Rückgang der MAC-Klauseln. Wird dennoch ein MAC vereinbart, handelt es sich meistens um einen engen Company-MAC. Trotz der tendenziell starken Verhandlungsposition des Verkäufers ist aber anzunehmen, dass die Käufer aufgrund der aktuellen weltpolitischen Lage vorsichtig bleiben und insgesamt weniger Risiken übernehmen werden. Dieses Spannungsfeld könnte den W&I-Versicherungen weiteren Auftrieb verleihen, indem die Risiken zunehmend auf Dritte transferiert werden.

B. Empfehlungen

Die vorliegende Auseinandersetzung mit den rechtlichen Vollzugsrisiken und ihrer vertraglichen Allokation führt vor Augen, mit welchen Herausforderungen die Parteien bei der Vertragsgestaltung von Aktienkaufverträgen konfrontiert sind. Basierend auf dem Verständnis, dass es sich beim Aktienkauf um einen Transaktionsprozess handelt, lassen sich die Phasen der Vorbereitung und der Verhandlung zur Identifikation, Kategorisierung und Aufteilung der Risiken nutzen.

Angesichts der dargestellten Vollzugshindernisse und des Wissensvorsprungs des Verkäufers mag die Empfehlung zur Durchführung einer zielgerichteten und konsequenten Due Diligence, welche es dem Käufer ermöglicht, die für den weiteren Transaktionsverlauf und die Bewertung des Unternehmens wesentlichen Risiken zu erkennen, wenig erstaunen. Dabei sollte der Käufer nicht emotional agieren und allfällige Risiken aus opportunistischen oder strategischen Überlegungen bagatellisieren. Als (juristischer) Berater gilt es, auch Unsicherheiten, die ausserhalb des Einflussbereichs der Parteien liegen zu erkennen und den Parteien möglichst frühzeitig bewusst zu machen. Bedingungsrisiken lassen sich so in Aktionsrisiken überführen und mittels geeigneter Massnahmen besser bewältigen.

In Bezug auf die Vertragsgestaltung ist die individuelle Risikosituation der betreffenden Parteien zu berücksichtigen und eine klare Risikoordnung vorzunehmen. Der jeweiligen Risikokapazität und Risikoneigung ist dabei angemessen Rechnung zu tragen. Sodann gebietet es das Prinzip der Effizienz, dass nur jene Risiken vertraglich abgebildet und zwischen den Parteien aufgeteilt werden, die in einem adäquaten Kosten-Nutzen-Verhältnis zum damit verbundenen vertraglichen Aufwand stehen. Dies bedingt zwar die vorgängige Berechnung des jeweiligen Kostenrisikos, eine solche Berechnung ist den Parteien zur Identifikation ihrer individuellen Risikotragfähigkeit aber ohnehin anzuraten.

Literaturverzeichnis

Hinweis zur Zitierweise:

Die Werke werden nur mit dem Namen des Verfassers/der Verfasserin und (sofern notwendig) mit einem kennzeichnenden Stichwort zitiert.

AKIKOL DIANA, Die Voraussetzungen der Sachmängelhaftung beim Warenkauf: Obligationenrecht und UN-Kaufrecht (CISG), in: Luzerner Beiträge zur Rechtswissenschaft, Band 31, Zürich 2008.

AMSTUTZ THERESE, Ausschluss der Gewährleistung von Sachmängeln beim Unternehmenskauf, Ausschluss wegen Kenntnis oder Kennensollen von Sachmängeln, in: ST 12/2002, S. 1109 ff.

ANADOLIYSKI DIMITAR, Der Unternehmenskauf nach österreichischem Recht, <<http://www.docs-library.com/pdf/1/6/unternehmenskauf.html>>, 01.08.2019.

BALDI PETER, Über die Gewährleistungspflicht des Verkäufers von Aktien, insbesondere beim Verkauf aller Aktien einer Gesellschaft, Diss. Zürich 1975.

BARMETTLER PETER/SCHNEIDER PASCAL, Bewertung von Treuhandunternehmen im Nachfolgeprozess, in: EF 10/2015, S. 765 ff.

BÄRTSCHI HARALD, Hat das Vertragsrecht ausgedient?, in: ZBJV 146/2010, S. 429 ff.

BAUEN MARC/BERNET ROBERT, Schweizer Aktiengesellschaft, Zürich 2007.

BAUER FLORIAN A., Integratives M&A-Management, Entwicklung eines ganzheitlichen Erfolgsfaktorenmodells, Diss. Innsbruck 2012.

BAUMGARTNER URS/HAUSER MATTHIAS, Erwerb von Beteiligungen an Gesellschaften mit Immobilienbesitz durch Ausländer - Bemerkungen zur Revision der Lex Friedrich vom 30. April 1997, in: SZW 2/1999, S. 87 ff.

BELDI OLIVER, Die Auswirkungen der Due Diligence auf die Verkäuferhaftung beim Unternehmenskauf, Ein Rechtsvergleich Schweiz/Deutschland/USA, in: Aktuelle Entwicklungen des europäischen und internationalen Wirtschaftsrechts, Band 13, Basel 2011, S. 1 ff.

- BELSER EVA MARIA, Freiheit und Gerechtigkeit im Vertragsrecht, Arbeiten aus dem Juristischen Seminar der Universität Freiburg, Band 198, Diss. Freiburg 2000.
- BENKERT STEFAN/POGGENSEE RUBEN BEAT, Due Diligence, Strategische Transaktionsziele erreichen, in: EF 9/2015, S. 678 ff.
- BERENS WOLFGANG/BRAUNER HANS U./STRAUCH JOACHIM et al., Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 7. Aufl., Stuttgart 2013.
- BERGJAN RALF, Die Auswirkungen der Schuldrechtsreform 2002 auf den Unternehmensverkauf, Diss. Berlin 2002.
- BERTSCHINGER URS, Das Finanzmarktaufsichtsrecht Mitte 2013 bis Mitte 2014, in: SZW 5/2014, S. 545 ff.
- BINDER PETER M., Mergers & Acquisitions in der Praxis, Zürich 2006.
- BLUM OLIVER, Rechtliche Bedeutung der Due Diligence, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich/Basel/Genf 2006, S. 175 ff. (zit. «BLUM, Due Diligence»).
- BLUM OLIVER, Rechtsmängel bei der Übertragung von Aktien, in: AJP 6/2007, S. 694 ff. (zit. «BLUM, Rechtsmängel»).
- BLUM OLIVER, Umgang mit identifizierten Risiken - Garantien und faktische Massnahmen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XV, Zürich/Basel/Genf 2013, S. 199 ff. (zit. «BLUM, Garantien und faktische Massnahmen»).
- BLUM OLIVER, Internationaler Vergleich typischer Klauseln aus M&A-Verträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich/Basel/Genf 2015, S. 227 ff. (zit. «BLUM, Klauseln aus M&A-Verträgen»).
- BÖCKLI PETER, Gewährleistungen und Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Zürich/Basel/Genf 1998, S. 59 ff. (zit. «BÖCKLI, Gewährleistungen und Garantien»).
- BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009 (zit. «BÖCKLI, Aktienrecht»).
- BRENNER CHRISTIAN/KNAUER THORSTEN/WÖMPENER ANDREAS, IP Due Diligence, in: Berens Wolfgang/Brauner Hans U./Strauch Joachim et al. (Hrsg.),

- Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 7. Aufl., Stuttgart 2013, S. 733 ff.
- BRODA BJÖRN M., Grundstrukturen und -prozesse von Unternehmensakquisitionen - Sorgfältige Planung ist unabdingbar, in: ST 3/2005, S. 147 ff.
- BRÜCKNER CHRISTIAN, Vorkaufsvertrag, Kaufrechtsvertrag, Begründung von Vorkaufs-, Kaufs- und Rückkaufsrechten, in: Koller Alfred (Hrsg.), Der Grundstückskauf, 2. Aufl., Bern 2001.
- BRUSE MATTHIAS, Risikoallokation und Risikoabsicherung beim Unternehmenskauf, in: Anderer Tatjana (Hrsg.), Financial Yearbook Germany 2011, München 2010, S. 37 ff.
- BUCHER EUGEN, Schweizerisches Obligationenrecht: Allgemeiner Teil ohne Deliktsrecht, 2. Aufl., Zürich 1988 (zit. «BUCHER, OR AT»).
- BUCHER EUGEN, Obligationenrecht: Besonderer Teil, 3. Aufl., Zürich 1988 (zit. «BUCHER, OR BT»).
- BÜHNER ROLF, Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen in der Bundesrepublik Deutschland, Stuttgart 1990.
- BÜHLER GREGOR, Komm. zu Art. 17 MSchG, in: Bühler Gregor/Noth Michael/Thouvenin Florent (Hrsg.), Stämpflis Handkommentar, Markenschutzgesetz (MSchG), Bern 2009.
- CALAME THIERRY, M&A und Immaterialgüterrechte, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich/Basel/Genf 2002, S. 92 ff.
- CANARIS CLAUDIUS-WILHELM, Handelsrecht, München 2006.
- CANEPA ANCILLO, Die Due Diligence im M&A-Prozess, Management Weiterbildung Universität Zürich, Heft 15, Bern 1998.
- CERUTTI ROMEO/BALZLI TINA, Der Zahlungsverkehr der Banken (oder: gibt es den Netzvertrag?), in: Amstutz Marc (Hrsg.), Die vernetzte Wirtschaft Netzwerke als Rechtsproblem, Zürich 2004, S. 87 ff.
- DALLA TORRE LUCA/GERMANN MARTIN, 12 Antworten zum neuen Bucheffektengesetz, in: GesKR 4/2009, S. 573 ff.
- DIEM HANS-JAKOB/ERNI STEPHAN, «Locked Box» beim Unternehmenskauf - Ein (vergangener) Trend oder mehr?, in: GesKR 3/2010, S. 354 ff.

- EBERT MICHAEL, Die Haftung des Verkäufers beim Share Deal im deutschen und Schweizerischen Recht, Diss. Passau 2011.
- EHRAT FELIX/WIDMER MARKUS, Vorbemerkungen zu Art. 151–157 OR, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim P./Wiegand Wolfgang (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 6. Aufl., Basel 2015 (zit. «EHRAT/WIDMER, BSK OR I»).
- EMCH THOMAS, Steuerung von M&A - Prozessen durch den Inhouse Counsel in der Industrie - aus der Sicht des General Counsels, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich/Basel/Genf 2005, S. 151 ff.
- EMCH URS/RENZ HUGO/ARPAGAUS RETO, Das Schweizerische Bankgeschäft, 7. Aufl., Zürich 2011.
- ENGELHARDT CLEMENS, Gesellschaftsrecht: Grundlagen und Strukturen, Wiesbaden 2017.
- ESSEBIER JANA/GLATTHAAR MATTHIAS, Öffentliche Tauschangebote und die Pflicht zum alternativen Barangebot, in: SZW 3/2009, S. 191 ff.
- ERNST WOLFGANG, Haftung und Gefahrtragung beim Aktienkauf, in: Wiegand Wolfgang/Koller Thomas/Walter Hans Peter (Hrsg.), Tradition mit Weitsicht, Festschrift für Eugen Bucher zum 80. Geburtstag, Bern 2009.
- FEHR BENJAMIN/BENKERT STEFAN/POGGENSEE RUBEN BEAT, Earn-out: Erfolgsorientierter Kaufpreis, in: EF 10/2015, S. 798 ff.
- FLICK MARTIN, Die Garantie beim Unternehmenskauf, Band 2, Berlin 2007.
- FORSTMOSER PETER/MEIER-HAYOZ ARTHUR/NOBEL PETER, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- FREY HAROLD/MÜLLER DOMINIQUE, Preisanpassungsstreitigkeiten bei Unternehmenskäufen, Unter besonderer Berücksichtigung des Schiedsgutachterverfahrens, in: Oertle Matthias/Breitenstein Stefan/Wolf Matthias et al. (Hrsg.), M&A Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich/St. Gallen 2010, S. 191 ff.
- FRITZSCHE MICHAEL/HITTER STEFAN, Legal Due Diligence, in: Berens Wolfgang/Brauner Hans U./Strauch Joachim et al. (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 7. Aufl., Stuttgart 2013, S. 503 ff.

- GAUCH PETER, Ein regelrechter Schluss, Abschiedsvorlesung von Peter Gauch, in: ZSR 128/2009, Band I, S. 215 ff.
- GAUL BJÖRN, Schuldrechtmodernisierung und Unternehmenskauf, in: Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht 1/2002, S. 35 ff.
- GEISSMANN HANSPETER/HUBER FELIX/WETZEL THOMAS, Grundstückerwerb in der Schweiz durch Personen im Ausland, Von der Lex Friedrich zur Lex Koller, Überblick über die Revision 1997, Zürich 1998.
- GIGER HANS, Komm. zu Art. 184–215 OR, in: Giger Hans (Hrsg.), Berner Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Schweizerisches Zivilgesetzbuch, Band VI: Das Obligationenrecht, 2. Abteilung: Die einzelnen Vertragsverhältnisse, 1. Teilband: Kauf und Tausch, Der Fahrniskauf, Bern 1997.
- GIRSBERGER DANIEL/HEHLI CHRISTOPH, Fahrlässiger Irrtum beim Unternehmenskauf, in: Bucher Eugen (Hrsg.), Festschrift für Wolfgang Wiegand, Bern 2005, S. 845 ff.
- GRUNEWALD BARBARA, Rechts- und Sachmängelhaftung beim Kauf von Unternehmensanteilen, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2003, S. 372 ff.
- HABERSTOCK OTTO, Risikoverteilung im Unternehmenskauf, in: Birk Dieter (Hrsg.), Transaktionen, Vermögen, Pro Bono, Festschrift zum zehnjährigen Bestehen von P+P Pöllath + Partners, München 2008, S. 29 ff.
- HALLER MATTHIAS, Risiko-Management - Eckpunkte eines integrierten Konzepts, in: Schriften zur Unternehmensführung, Band 33, Wiesbaden 1986, S. 7 ff. (zit. «HALLER, Eckpunkte»).
- HALLER MATTHIAS, Erübrigt sich angesichts der Globalisierung der Risiko-Dialog?, in: Gomez Peter (Hrsg.), Entwicklungsperspektiven einer integrierten Managementlehre, Bern 1999, S. 73 ff. (zit. «HALLER, Risiko-Dialog»).
- HALLER MATTHIAS, Verwundbarkeit als neue Dimension im Risiko-Management, Theoretische Überlegungen nach dem Attentat vom 11. September, Recht im Spiegel der NZZ, NZZ 226, 29.09.2001, S. 29 (zit. «HALLER, Theoretische Überlegungen»).
- HALLER MATTHIAS, Security und Risiko-Management – ein Widerspruch?, in: Student Business Review, 2005, S. 6 ff. (zit. «HALLER, Security»).

- HALLER MATTHIAS, Risikomanagement, in: Dubs Rolf/Euler Dieter/ Rüeegg-Stürm Johannes/Wyss Christina E. (Hrsg.), Einführung in die Managementlehre, 2. Aufl., Band 4, Bern 2009 (zit. «HALLER, Risikomanagement»).
- HASENAUER CLEMENS, Internationalisierung der Vertragskultur an Hand von Unternehmenskauf- und Finanzierungsverträgen, in: ERPL 20 3/2012, S. 711 ff.
- HASENAUER CLEMENS/PRACHT LORENZ, Gewährleistungsrecht und Due Diligence, in: Althuber Franz/Schopper Alexander (Hrsg.), Handbuch Unternehmenskauf & Due Diligence, Band I: Legal, Wien 2010, S. 97 ff.
- HAUCK BERND, Mängel des Unternehmens beim Unternehmens- und Beteiligungskauf, Eine rechtsvergleichende Betrachtung des deutschen und schweizerischen Rechts, in: Spiro Karl/Stratenwerth Günter/Vischer Frank et al. (Hrsg.), Basler Studien zur Rechtswissenschaft, Reihe A: Privatrecht, Band 89, Basel 2008.
- HEHLI CHRISTOPH, Die alternativen Rechtsbehelfe des Käufers, Unter besonderer Berücksichtigung der Haftung aus *culpa in contrahendo*, in: Schmid Jörg (Hrsg.), Luzerner Beiträge zur Rechtswissenschaft, Band 33, Zürich 2008.
- HELBLING CHRISTOF, Mitarbeiteraktien und Mitarbeiteroptionen in der Schweiz, 2. Aufl., Zürich 2003.
- HERZEL LEO/SHEPRO RICHARD W., Bidders & Targets, Mergers & Acquisitions in the U.S., Cambridge 1990.
- HERZOG THOMAS, Kauf und Verkauf von KMU in der Schweiz, Ein Leitfaden, Zürich/St. Gallen 2013 (zit. «HERZOG, Kauf und Verkauf von KMU»).
- HERZOG THOMAS, Teilaspekt Erfüllung und Nichterfüllung im Zusammenhang mit dem Kauf und Verkauf von KMU in der Schweiz, Ein Leitfaden, Zürich/St. Gallen 2013 (zit. «HERZOG, Erfüllung und Nichterfüllung»).
- HIGI JÜRIG, Komm. zu Art. 197 OR, in: Higi Jürg/Schönle Herbert/Gut Beat (Hrsg.), Zürcher Kommentar V/2a: Art. 192–204 OR, Zürich 2008.
- HOCH CLASSEN MARIEL/HSU PETER CH./ROTH PELLANDA KATJA, Due Diligence und Vertrag, in: Vertrauen, Vertrag, Verantwortung, Festschrift für Hans Caspar von der Crone, Zürich 2007, S. 323 ff.
- HÖHN ERNST/WALDBURGER ROBERT, Steuerrecht, Band I, Grundlagen, Grundbegriffe, Steuerarten, 9. Aufl., Bern 2001 (zit. «HÖHN/WALDBURGER, Band I»).

- HÖHN ERNST/WALDBURGER ROBERT, Steuerrecht, Band II, Steuern bei Vermögen, Erwerbstätigkeit, Unternehmen Vorsorge, Versicherung, 9. Aufl., Bern 2002 (zit. «HÖHN/WALDBURGER, Band II»).
- HÖHN JAKOB, Einführung in die Rechtliche Due Diligence, Zürich 2003.
- HOLFTER MARC, Öffentliche Übernahme durch Anschleichen unter besonderer Berücksichtigung der Meldepflichten nach dem WpHG - eine juristische Analyse, Berlin/Heidelberg 2012.
- HONEGGER PETER/FRICK THOMAS A., Das Bankgeheimnis im Konzern und bei Übernahmen, in: SZW 1/1996, S. 8.
- HONEGGER PETER/MÜLLER DANIELE, Kaufpreisanpassung oder Gewährleistung?, in: Oertle Matthias/Breitenstein Stefan/Wolf Matthias et al. (Hrsg.), M&A Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich 2010, S. 41 ff.
- HONSELL HEINRICH, Komm. zu Art. 197 OR, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim P./Wiegand Wolfgang (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 6. Aufl., Basel 2015 (zit. «HONSELL, BSK OR I»).
- HONSELL HEINRICH, Schweizerisches Obligationenrecht Besonderer Teil, 10. Aufl., Bern 2017 (zit. «HONSELL, OR BT»).
- HUGUENIN CLAIRE, Obligationenrecht, Allgemeiner und Besonderer Teil, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2014.
- HÜTTERMANN MARTIN PETER, Der Kauf von Unternehmen und Unternehmensanteilen nach dem Recht von New York, Frankfurt 1997.
- ISLER PETER R., Verjährung und Verwirkung von Gewährleistungsansprüchen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IX, Zürich/Basel/Genf 2007.
- JANSEN STEPHAN A., Mergers & Acquisitions, Unternehmensakquisitionen und -kooperationen, eine strategische, organisatorische und kapitalmarkt-theoretische Einführung, 6. Aufl., Wiesbaden 2016.
- KAPPLER URS, Due Diligence und Bewertung von europäischen Portalen und virtuellen B2C-Marktplätzen, Diss. St. Gallen 2005.
- KAUFMANN ARTHUR, Rechtsphilosophie, 2. Aufl., München 1997.
- KELLER MAX/SIEHR KURT, Kaufrecht, Zürich 1995.

- KEUSEN CHRISTIAN, Regulatorische Knacknüsse bei der Akquisition von Unternehmen durch Versicherungsunternehmen, in: HAVE 2011, S. 27 ff.
- KOCH WOLFGANG, Praktiker-Handbuch Due Diligence, 3. Aufl., Stuttgart 2011.
- KOLLER ALFRED, Schweizerisches Obligationenrecht. Allgemeiner Teil, 4. Aufl., Bern 2017 (zit. «KOLLER, OR AT»).
- KOLLER ALFRED, Komm. zu Art. 184–191 OR, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim P./Wiegand Wolfgang (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 6. Aufl., Basel 2015 (zit. «KOLLER, BSK OR I»).
- KOLLER ALFRED, Schweizerisches Obligationenrecht, Besonderer Teil, Band I Die einzelnen Vertragsverhältnisse Art. 184–318 OR, Bern 2012 (zit. «KOLLER, OR BT»).
- KÖSTER CHRISTIAN, Die Haftung des Unternehmensverkäufers für falsche Abschlussangaben nach neuem Schuldrecht, Diss. Frankfurt 2005.
- KRÄHENMANN BEAT, Vertragliche Risikominderung des Unternehmenskäufers, in: Sutter-Somm Thomas/Hafner Felix/Schmid Gerhard/Seelmann Kurt (Hrsg.), Risiko und Recht: Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 2004, Basel 2004, S. 73 ff.
- KRECEK THOMAS, Die Gewährleistungshaftung beim Unternehmenskauf nach deutschem und englischem Recht - eine rechtsvergleichende Untersuchung, Diss. Köln 2001.
- KÜNZLER OLIVER, Was Unternehmer über M&A-Transaktionen wissen sollten, in: KMU-Magazin 3/2013, S. 70 ff.
- KURER PETER, Auktionsverfahren beim Verkauf von Unternehmen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich/Basel/Genf 2001, S. 159 ff.
- LAMBERT CLAUDE, Vertragsrecht für die Wirtschaftspraxis, Unternehmenskaufverträge I, Universität Zürich, Vorlesung vom 21. März 2014.
- LEU DANIEL, Vertragstreue in Zeiten des Wandels - Die *clausula rebus sic stantibus* und das Kriterium der Vorhersehbarkeit, in: von der Crone Hans Caspar/Dédeyan Daniel (Hrsg.), Vertrauen - Vertrag - Verantwortung Festschrift für Hans Caspar von der Crone, Zürich 2007, S. 108 ff.

- LINDER TATJANA, Die Best Price Rule im schweizerischen Übernahmerecht – unter besonderer Berücksichtigung der Cross Conditionality, Diss. Zürich 2010.
- LINIGER HANS, Altlasten und kein Ende?, in: GesKR 3/2007, S. 276 ff.
- LORENZ STEPHAN, Der Unternehmenskauf nach der Schuldrechtsreform, in Lorenz Stephan/Trunk Alexander/Eidenmüller Horst et al. (Hrsg.), Festschrift für Andreas Heldrich zum 70. Geburtstag, München 2005, S. 305 ff.
- LUGINBÜHL JÜRGEN ALEXANDER, Leistungsstörungen beim Unternehmens- und Beteiligungskauf, Diss. Zürich 1993.
- LUHMANN NIKLAS, Risiko und Gefahr, St. Gallen 1990.
- MÄCHLER-ERNE MONICA, Mergers & Acquisitions im Versicherungsgeschäft, Perspektive der schweizerischen Versicherungsaufsicht, in: GesKR 3/2007, S. 203 ff.
- MALACRIDA RALPH, Unternehmensübernahmen im Lichte der Lex Koller, in: AJP 10/1998, S. 1187 ff. (zit. «MALACRIDA, Lex Koller»).
- MALACRIDA RALPH, Front-End Loaded Versus Back-End Loaded, effiziente Vertragsgestaltung beim Unternehmenskauf, in: Oertle Matthias/Breitenstein Stefan/Wolf Matthias et al. (Hrsg.), M&A Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich 2010, S. 15 ff. (zit. «MALACRIDA, Vertragsgestaltung»).
- MANNSDORFER THOMAS M., W&I-Versicherung, in: HAVE 2011, S. 213 ff.
- MEDER STEPHAN, *Ius non scriptum* – Traditionen privater Rechtsetzung, 2. Aufl., Tübingen 2009.
- MEIER ERIC O., Due Diligence bei Unternehmensübernahmen, Diss. Zürich 2010.
- MEIER-MAZZUCATO GIORGIO/MONTANDON MARC A., Aspekte der Unternehmensnachfolge und Unternehmensbewertung - Teil 2, in: TREX 2013, S. 222 ff.
- MEINHARDT MARCEL, Wettbewerbsrechtliche Klauseln in M&A-Verträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIII, Zürich/Basel/Genf 2010, S. 207 ff.
- MERKT HANNO, Due Diligence und Gewährleistung beim Unternehmenskauf, Betriebs Berater 21/1995, S. 1041 ff.

- MEYER MIRJAM, Rechtsrisiken und Rechtsrisikomanagement bei M&A-Transaktionen, unter besonderer Berücksichtigung des schweizerischen Rechts, Diss. Zürich 2013.
- MEYER SIMON, Vendor Due Diligence beim Unternehmensverkauf, Begriff, Rechtsbeziehungen, Haftung, Diss. Zürich 2013.
- MORSCHER LUKAS, Kauf von Versicherungen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IX, Zürich/Basel/Genf 2007, S. 59 ff. (zit. «MORSCHER, Kauf von Versicherungen»).
- MORSCHER LUKAS, Komm. zu Art. 620–625 OR, in: Kren Kostkiewicz Jolanta/Wolf Stephan/Amstutz Marc/Fankhauser Roland (Hrsg.), OR Kommentar, Schweizerisches Obligationenrecht, 3. Aufl., Zürich 2016.
- MÜLLER KARIN, Unternehmensnachfolge durch Dritte - Verkauf eines Unternehmens, in: Furrer Andreas/Girsberger Daniel/Belser Eva Maria et al. (Hrsg.), Unternehmensrecht II - Nachfolge und Umstrukturierung, litera B, 2. Aufl., Zürich 2013.
- MÜLLER THOMAS, Bilanzgarantien in Unternehmenskaufverträgen, Vertragsklauseln im Spannungsfeld zwischen Compliance und Substanzausgleich, in: ST 6–7/2009, S. 475 ff.
- MÜLLER-TSCHUMI THOMAS, PPP und Lex Koller, in: AJP 7/2010, S. 907 ff.
- OBERLECHNER PETER, Wann ist ein Unternehmen mangelhaft?, in: ecolx 8/2006, S. 628 ff.
- PICHONNAZ PASCAL, Droits réels, Contrat de remise d'un commerce – CO 216a/Sachenrecht. Geschäftsübertragungsvertrag – OR 216a, in: Baurecht/Revue du droit de la construction 2003, S. 74 ff.
- PICOT GERHARD, Unternehmenskauf und Restrukturierung, Handbuch zum Wirtschaftsrecht, 4. Aufl., München 2013.
- PUCK BIRGIT, Der Unternehmenskauf, Wien 1996.
- REINERT MANI, Komm. zu Art. 9 KG, in: Amstutz Marc/Reinert Mani (Hrsg.), Basler Kommentar Kartellgesetz, Basel 2010 (zit. «REINERT, BSK KG»).
- RITTMEISTER MAXIMILIAN, Gewährleistung beim Unternehmenskauf, Die Gewährleistungshaftung des Verkäufers bei einem Unternehmenskauf seit In-

- Kraft-Treten des Schuldrechtmodernisierungsgesetzes, Diss. Frankfurt am Main 2004.
- RITZ KURT/MATTI DANIEL, Due-Diligence-Prozesse bei Immobilientransaktionen Aspekte einer systematischen Prüfung des Immobilienerwerbs, in: ST 5/05, S. 360 ff.
- SCHENKER URS, Due Diligence beim Unternehmenskauf, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions III, Zürich/Basel/Genf 2001, S. 221 ff. (zit. «SCHENKER, Due Diligence»).
- SCHENKER URS, Rechtsbehelfe bei Nichterfüllung und Leistungsstörung im Unternehmenskaufvertrag, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich/Basel/Genf 2004, S. 110 ff. (zit. «SCHENKER, Rechtsbehelfe»).
- SCHENKER URS, Risikoallokation und Gewährleistung beim Unternehmenskauf, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VII, Zürich/Basel/Genf 2005, S. 239 ff. (zit. «SCHENKER, Risikoallokation»).
- SCHENKER URS, Post Closing Litigation, in: Kunz Peter V./Arter Oliver/Jörg Florian S. (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IV, Bern 2009, S. 81 ff. (zit. «SCHENKER, Post Closing Litigation»).
- SCHENKER URS, Unternehmenskauf - rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016 (zit. «SCHENKER, Unternehmenskauf»).
- SCHNEIDER MAREEN, Der Unternehmensverkauf: Gestaltung des Kaufpreises, Frankfurt am Main 2016.
- SCHNELLER YVES, Die Organe der Aktiengesellschaft bei einer ordentlichen Fusion, Stellung, Pflichten und Verantwortlichkeit nach Fusionsgesetz, Diss. St. Gallen 2006.
- SCHNYDRIG ANDRIN/VISCHER MARKUS, Die Transaktionsvereinbarung bei öffentlichen Übernahmen, in: AJP 10/2006, S. 1192 ff.
- SCHÖN BENJAMIN, Mergers & Acquisitions als strategisches Instrument, Die Erschliessung technologischen Wissens mittels Unternehmenszusammenschlüssen, Diss. Hohenheim 2013.

- SCHOTT ANSGAR/SESTER PETER, Organisation und Betrieb einzelner Finanzmarktinfrastrukturen, in: Sester Peter/Brändli Beat/Bartholet Oliver et al. (Hrsg.), Finanzmarktaufsicht und Finanzmarktinfrastrukturen, Zürich/St.Gallen 2018, S. 824 ff.
- SCHRÖCKER STEFAN, Unternehmenskauf und Anteilskauf nach der Schuldrechtsreform, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2005, S. 63 ff.
- SCHUMACHER RAINER, Vertragsgestaltung - Systemtechnik für die Praxis, Zürich 2004.
- SCHWENZER INGEBORG, Komm. zu Art. 24 OR und Art. 31 OR, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim P./Wiegand Wolfgang (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 6. Aufl., Basel 2015 (zit. «SCHWENZER, BSK OR I»).
- SEMLER FRANZ-JÖRG, Der Unternehmens- und Beteiligungskaufvertrag, in: Hölters Wolfgang (Hrsg.), Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs, 6. Aufl., Köln 2005, S. 521 ff.
- SIEGRIST LOUIS/RAUSCHENBERGER RETO, Unternehmensbewertung, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions V, Zürich/Basel/Genf 2003, S. 187 ff.
- SIEGRIST LOUIS/KREMER LUISE, Kaufpreisanpassungen bei Unternehmensakquisitionen, in: Oertle Matthias/Breitenstein Stefan/Wolf Matthias (Hrsg.), M&A Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich/St.Gallen 2010, S. 107 ff.
- SIMONOVIC BORIS, Bewertung von Vermögensverwaltungsinstituten - Analyse theoretischer Ansätze und praktischer Umsetzungsmöglichkeiten, in: Beiträge des Instituts für Rechnungswesen und Controlling der Universität Zürich Band 19, Zürich 2003.
- STAUB LEO, Überlegungen zur Erfassung und Steuerung rechtlicher Risiken im Unternehmen (aus Schweizer Sicht), in: CCZ 4/2009, S. 121 ff.
- STAUB LEO/ALLENSPACH MARCO, Managing Legal Risk, Management rechtlicher Risiken im Unternehmen, Doktorandenseminar Universität St. Gallen, Kick-Off-Veranstaltung vom 25. September 2013.

- STEINER FLORIAN LOUIS, Besicherung nach dem Bucheffektengesetz, Diss. St. Gallen 2012.
- THIERRICHTER MARIA R., Haftung des Verkäufers beim Anteilskauf, in: RdW 2012/341, S. 319 ff.
- TRIEBOLD OLIVER, Deal Protection bei M&A-Transaktionen - Ausgewählte Aspekte, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XI, Zürich/Basel/Genf 2009, S. 226 ff.
- TSCHÄNI RUDOLF, Übernahme- und Zusammenschlussformen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Zürich 1998, S. 1 ff. (zit. «TSCHÄNI, Übernahme- und Zusammenschlussformen»).
- TSCHÄNI RUDOLF, Kauf von Banken, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IX, Zürich/Basel/Genf 2007, S. 33 ff. (zit. «TSCHÄNI, Kauf von Banken»).
- TSCHÄNI RUDOLF/WOLF MATTHIAS, Vertragliche Gewährleistung und Garantien – Typische Vertragsklauseln, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich/Basel/Genf 2006, S. 93 ff.
- TSCHÄNI RUDOLF/FREY HAROLD, Streiterledigung in M&A-Transaktionen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIII, Zürich/Basel/Genf 2010, S. 33 ff.
- TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS-JAKOB, Vollzug von Aktienkäufen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XV, Zürich/Basel/Genf 2013, S. 91 ff.
- TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS-JAKOB/WOLF MATTHIAS, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 2. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2013.
- TSCHÄNI RUDOLF/FREY HAROLD/MÜLLER DOMINIQUE, Streitigkeiten aus M&A-Transaktionen, Zürich 2013.
- UNTERSANDER OLIVER, Kapitalrückzahlungsprinzip im schweizerischen Steuerrecht, in: SStR Nr. 13, Zürich 2003.
- VAN KANN JÜRGEN, Praxishandbuch Unternehmenskauf, Stuttgart 2009.
- VENTURI SILVIO, Komm. zu Art. 184, in: Thévenoz Luc/Werro Franz (Hrsg.), Commentaire Romand, Code des obligationss I, Kommentar zu Art. 1–529, 2. Aufl., Basel 2012.

- VILLARD ALAIN, Versicherung und M&A, Die Auswirkungen von Unternehmenstransaktionen auf den Versicherungsschutz unter besonderer Berücksichtigung der VVG-Revision, Zürich 2012.
- VISCHER MARKUS, Sachgewährleistung bei Unternehmenskäufen, in: SJZ 97/2001, S. 361 ff. (zit. «VISCHER, Sachgewährleistung»).
- VISCHER MARKUS, Earn-out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen, in: SJZ 98/2002, S. 509 ff. (zit. «VISCHER, Earn-out-Klauseln»).
- VISCHER MARKUS, Rechtsgewährleistung beim Unternehmenskauf, in: SJZ 101/2005, S. 233 ff. (zit. «VISCHER, Rechtsgewährleistung»).
- VISCHER MARKUS, Die Rolle des Verschuldens im Gewährleistungsrecht, in: SJZ 105/2009, S. 129 ff. (zit. «VISCHER, Gewährleistungsrecht»).
- VISCHER MARKUS, Die Sicherstellung der Lieferung von Aktien im Unternehmenskaufvertrag, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIII, Zürich/Basel/Genf 2010, S. 141 ff. (zit. «VISCHER, Lieferung von Aktien»).
- VISCHER MARKUS, Das Nachbesserungsrecht des Käufers beim Unternehmenskauf, in: AJP 9/2011, S. 1168 ff. (zit. «VISCHER, Nachbesserungsrecht»).
- VISCHER MARKUS, Garantien und verwandte Versprechen wie Gewährleistungen, indemnities und covenants in Unternehmenskaufverträgen, in: SJZ 109/2013, S. 325 ff. (zit. «VISCHER, Garantien»).
- VISCHER MARKUS, Der Mangelbegriff im Kauf-, Miet- und Werkvertragsrecht, in: recht - Zeitschrift für juristische Weiterbildung und Praxis 2015, S. 1 ff. (zit. «VISCHER, Mangelbegriff»).
- VISCHER MARKUS/HÄNNI LUCAS, Lehren aus der M&A-Praxis für den Immobilienkauf, in: AJP 5/2012, S. 613 ff.
- VOGEL DIETER H., M&A – Ideal und Wirklichkeit, Wiesbaden 2002.
- VOGT HANS-UELI, Gesellschaftsrecht, abrufbar unter: <http://www.rwi.uzh.ch/elt-1st-vogt/gesellschaftsrecht/aktie_aktionar/de/html/unit_aktie.html>, 01.10.2018.
- VON BÜREN ROLAND/STOFFEL WALTER A./WEBER ROLF H., Grundriss des Aktienrechts, 3. Aufl., Zürich 2011.

- VON DER CRONE HANS C., Rahmenverträge: Vertragsrecht, Systemtheorie, Ökonomie, Zürich 1993 (zit. «VON DER CRONE, Rahmenverträge»).
- VON DER CRONE HANS C., Aktienrecht, Bern 2014 (zit. «VON DER CRONE, Aktienrecht»).
- VON DER CRONE HANS C./KESSLER FRANZ J./GERSBACH ANDREAS et al., Das Fusionsgesetz, Zürich 2004.
- VOSER RECHTSANWÄLTE, Top und Flops beim Aktienkauf, in: Lexpress Nr. 3 10/2014, S. 1 ff.
- VOSS STEFAN FRIEDRICH, Warranties in Unternehmenskaufverträgen, Struktur und Wirkungsweise anglo-amerikanischer Gewährleistungskataloge in Unternehmenskaufverträgen, die deutschem Recht unterliegen, Diss. Tübingen 2002.
- WALDBURGER MARTIN, Komm. zu Art. 620–649, in: Roberto Vito/Trüb Hans R. (Hrsg.), Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Personengesellschaften und Aktiengesellschaft, Kommentar zu Art. 530–771 OR, 3. Aufl., Zürich 2016.
- WALKER GREGORY/MANNSDORFER THOMAS M., Gewährleistungen bei M&A-Transaktionen, Grundlagen, Risiken und Versicherung (1), in: M&A REVIEW 4/2012, S. 153 ff.
- WATTER ROLF, Die Rolle des Anwaltes bei einer M&A Transaktion, ST 11/1990, S. 595 ff. (zit. «WATTER, M&A Transaktion»).
- WATTER ROLF, Unternehmensübernahmen: Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft mittels Aktienkauf, Übernahmeangebot, Fusion und verwandter Tatbestände, Habil. Zürich 1990 (zit. «WATTER, Unternehmensübernahmen»).
- WATTER ROLF/GSTOEHL MATTHIAS, Preisanpassungsklauseln, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich/Basel/Genf 2004, S. 33 ff.
- WATTER ROLF/SCHNELLER YVES, Umgang mit Vollzugs- und Übertragungshindernissen in M&A-Verträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IX, Zürich/Basel/Genf 2007, S. 221 ff.
- WATTER ROLF/WIESER CHARLOTTE, Gedanken zur Minderwert und Schadensberechnung bei Unternehmenskaufverträgen, in: Oertle Matthias/Breitenstein

- Stefan/Wolf Matthias (Hrsg.), M&A Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich 2010, S. 149 ff.
- WEBER ROLF H., Komm. zu Art. 103 OR, in: Hausheer Heinz (Hrsg.), Berner Kommentar, Obligationenrecht, Allgemeine Bestimmungen, Die Folgen der Nichterfüllung, Art. 97–109 OR, Band VI/1/5, Bern 2000 (zit. «WEBER, BK»).
- WEGMANN JÜRGEN, Unternehmensverkauf, Leitfaden für kleine und mittlere Unternehmen, Wiesbaden 2013.
- WERLEN STEPHAN/MANNSDORFER THOMAS M., Versicherung von Transaktionsrisiken, in: GesKR 3/2013, S. 398 ff.
- WENGER CHRISTIAN/SPECK BEAT, Musterverträge SECA light – eine Diskussionsgrundlage, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity IV, Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder, EIZ Band 155, Zürich 2014, S. 173 ff.
- WIEGAND WOLFGANG, Komm. zu Art. 109 OR, in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim P./Wiegand Wolfgang (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 6. Aufl., Basel 2015 (zit. «WIEGAND, BSK OR I»).
- WILDHABER ISABELLE S., Aktienoptionen und deren Verfallsklauseln bei Betriebsübergang, in: SZW 2008, S. 17 ff.
- WILHELM GEORG, Zur Gewährleistung beim Kauf eines Unternehmensanteils, in: RdW 1985, S. 266 ff.
- WITTMANN RITA, Vertragliche Gewährleistungsregelungen beim Unternehmenskauf unter besonderer Berücksichtigung des Anteilskaufs, Diss. Wien 2011.
- WOLF MATTHIAS, Reliance Letters, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XII, Zürich/Basel/Genf 2010, S. 119 ff.
- WOLF MATTHIAS/GABERTHÜEL TINO, Käuferaktien als Zahlungsmittel bei M&A-Transaktionen, in: GesKR 2/2013, S. 195 ff.
- ZELLWEGGER-GUTKNECHT CORINNE, Komm. zu Art. 184–236, in: Gauch Peter/Aepli Viktor/Stöckli Hubert (Hrsg.), Präjudizienbuch OR, Die Rechtsprechung des Bundesgerichts, 9. Aufl., Zürich 2016.

ZÜRCHER WOLFGANG, Käuferfreundliche versus verkäuferfreundliche Vertragsklauseln, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IX, Zürich/Basel/Genf 2007, S. 143 ff.

Materialienverzeichnis

EIDGENÖSSISCHES JUSTIZ- UND POLIZEIDEPARTEMENT (EJPD), Erläuternder Bericht zu Änderungen im Patentrecht vom 5. Mai 2004, abrufbar unter: <http://www.ejpd.admin.ch/dam/data/ejpd/aktuell/news/2004/2004-06-07/040607b_ber-d.pdf>, 01.08.2019.

BUNDESAMT FÜR JUSTIZ (BJ), Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland, Merkblatt vom 1. Juli 2009, abrufbar unter: <<https://www.bj.admin.ch/dam/data/bj/wirtschaft/grundstueckerwerb/lex-d.pdf>>, 01.08.2019.

EIDGENÖSSISCHE FINANZMARKTAUFSICHT (FINMA), Rundschreiben, abrufbar unter: <www.finma.ch> > Regulierung > Rundschreiben, 01.08.2019.

- FINMA-RS 2008/04 vom 20. November 2008, Effektenjournal.
- FINMA-RS 2017/01 vom 22. September 2016, Corporate Governance - Banken.

AMERICAN BAR ASSOCIATION (ABA), Business Law Section, 2015 Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study, abrufbar unter: <http://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/deal_points/2015_private_study.authcheckdam.pdf>, 01.08.2019.

Curriculum Vitae

Stephanie Andrea Walter

Ausbildung

- | | |
|-------------------|---|
| 09/2013 – 05/2019 | Universität St. Gallen
Doktoratsstudium in Rechtswissenschaft |
| 11/2015 | Anwaltpatent |
| 09/2009 – 08/2012 | Universität St. Gallen
M.A. HSG in Law and Economics |
| 02/2012 – 06/2012 | Universidad Torcuato di Tella, Buenos Aires
Austauschsemester (Teilnahme am MBA-Programm) |
| 10/2005 – 08/2009 | Universität St. Gallen
B.A. HSG in Betriebswirtschaftslehre |
| 08/2007 – 12/2007 | Singapore Management University, Singapur
Austauschsemester (HSG Asia Term) |

Arbeitsstätigkeit

- | | |
|-------------------|--|
| 09/2016 – heute | Bär & Karrer AG, Zürich
Rechtsanwältin |
| 07/2015 – 06/2016 | Institut für Finanzwissenschaft, Finanzrecht und Law & Economics (IFF-HSG)
Wissenschaftliche Assistentin am Lehrstuhl für öffentliches Wirtschaftsrecht, Prof. Dr. Peter Hettich |
| 10/2013 – 06/2014 | Bundesverwaltungsgericht, St. Gallen
Juristin in der Abt. II, öffentliches Wirtschaftsrecht |
| 09/2012 – 09/2013 | Froriep Rechtsanwälte, Zürich
Substitutin |
| 01/2009 – 06/2009 | Credit Suisse AG, Zürich
Praktikantin |