Von unterschiedlichen Preisvorstellungen zum erfolgreichen Deal

Vertragsmechanismen zur Überbrückung von Bewertungsdivergenzen im M&A-Prozess

Simone Ehrsam*

Inhalt

I. Einleitung 210

II. Verhandlung des Kaufpreises 210
1. Kaufpreis als wesentlicher Vertragsbestandteil 210
2. Unterschiedliche Wert- und Preisvorstellungen 211
a) Differenzierung zwischen Wert und Kaufpreis 211
b) Wertermittlung durch die Parteien 211
c) Von der Bewertung zum Kaufpreis 212

III. Instrumente mit Finanzierungs- oder Preisgestaltungsfunktion 213
1. Earn-out 213
a) Begriff und Praxisbedeutung 213
b) Vertragsredaktion 215
c) Earn-out Klauseln aus Sicht der Parteien 217
d) Exkurs: Earn-out Klauseln bei öffentlichen Kaufangeboten 218
2. Vendor Loan 220
a) Begriff und Ausgestaltung 220
b) Verkäuferdarlehen aus Sicht der Parteien 220
3. Aktien als Akquisitionswährung / Roll-Over Strukturen 221
a) Begriff 221
b) Vertragsverhandlungen 221
c) Anrechnungswert und insiderrechtliche Aspekte 223
d) Aktien als Akquisitionswährung aus Sicht der Parteien 224

IV. Instrumente mit Auswirkung auf die Strukturierung und zur Risikoverteilung 224
1. Staggered Sale 225
a) Begriff 225
b) Preisgestaltung 225
c) Staggered Sale aus Sicht der Parteien 226
2. Asset Deal / Carve-Outs 227

* Partnerin bei Lenz & Staehelin, Zürich. Der Beitrag basiert auf dem Vortrag im Rahmen der 28. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions vom 16. September 2025.

a) Begriff und Praxisbedeutung 227
b) Asset Deal aus Sicht der Parteien 227
3. Instrumente zur Risikoverteilung 228
V. Würdigung und Fazit 228
Literaturverzeichnis 229

I. Einleitung

Kaufpreisverhandlungen sind ein zentraler Bestandteil jeder M&A-Transaktion. Zwar herrscht zwischen Verkäufer und Käufer oft rasch Einigkeit darüber, dass ein Verkauf bzw. Kauf grundsätzlich stattfinden soll. Uneinigkeit besteht jedoch regelmässig bei der Frage nach der Höhe des Kaufpreises.[1] Während Verkäufer den Unternehmenswert eher gestützt auf zukünftige Erwartungen ermitteln, orientiert sich die Käuferseite meist an einer konservativen und risikobasierten Bewertung.[2] Diese unterschiedlichen Perspektiven und Gewichtungen können, insbesondere in einem Umfeld von erhöhten makroökonomischen Unsicherheiten, zu erheblichen Diskrepanzen in den Kaufpreisvorstellungen und zum Scheitern einer Transaktion führen.

Divergierende Kaufpreisvorstellungen lassen sich zumindest teilweise durch alternative Kaufpreismodelle oder alternative Strukturierungen auffangen. Insbesondere Instrumente wie Earn-out-Klauseln, Verkäuferdarlehen (*Vendor Loans*), Kaufpreiszahlung in Aktien (*Roll-over*), «Staggered Sales» sowie vertragliche Regelungen zur Risikoallokation können helfen, eine Einigung zwischen den Parteien herbeizuführen.

Dieser Beitrag beleuchtet die genannten Instrumente näher und zeigt auf, inwieweit sie geeignet sind, divergierende Kaufpreisvorstellungen zu überbrücken. Dabei werden sowohl ihre Funktionsweise als auch die jeweiligen Vor- und Nachteile aus Sicht von Käufer und Verkäufer dargestellt.

II. Verhandlung des Kaufpreises

1. Kaufpreis als wesentlicher Vertragsbestandteil

Gemäss Art. 184 Abs. 1 OR verpflichtet sich der Verkäufer zur Übergabe und Übereignung des Kaufgegenstands, der Käufer zur Bezahlung des Kaufpreises.

1 Meyer/Hüppin, 24; Fehr/Benkert/Poggensee, 1.
2 Vgl. Sonderegger, 923.

Der Kaufpreis gehört zu den sogenannten *essentialia negotii* des Kaufvertrags – ohne Einigung über den Preis kommt kein rechtsgültiger Vertrag zustande. Entsprechend muss der Kaufpreis zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses entweder bestimmt oder zumindest bestimmbar sein.[3] Von der Vereinbarung über den Kaufpreis zu unterscheiden sind die Zahlungsmodalitäten. Während der Kaufpreis bestimmt oder bestimmbar sein muss, lassen sich die Modalitäten der Kaufpreiszahlung grundsätzlich flexibel ausgestalten – etwa in Bezug auf Zahlungszeitpunkt oder – form.[4] Allerdings dürfen die Zahlungsmodalitäten nicht so ausgestaltet sein, dass sie faktisch zu einer Unbestimmtheit des Kaufpreises führen.[5]

2. Unterschiedliche Wert- und Preisvorstellungen

a) Differenzierung zwischen Wert und Kaufpreis

In der M&A Praxis ist die Unterscheidung zwischen den Begriffen «Wert» und «Kaufpreis» von zentraler Bedeutung. Der Wert ergibt sich aus einer Bewertung und ist regelmässig das Resultat individueller Einschätzungen, die auf unternehmensspezifischen Annahmen und Erwartungen beruhen. Der Kaufpreis hingegen bildet sich an der Schnittstelle von Angebot und Nachfrage – er ist der konkrete Betrag, der im Rahmen einer Transaktion effektiv bezahlt wird.[6]

Während der Wert somit eine subjektive Grösse darstellt, die je nach Perspektive der beteiligten Parteien variieren kann, ist der Kaufpreis das Ergebnis von Verhandlungen und von zahlreichen weiteren Faktoren abhängig.[7]

b) Wertermittlung durch die Parteien

Vorgelagert zu den Kaufpreisverhandlungen ermitteln gut beratene Käufer und Verkäufer den Unternehmenswert jeweils unabhängig voneinander anhand verschiedener Bewertungsmethoden. Auch wenn diese Bewertungen auf mathematischen Modellen basieren, darf nicht übersehen werden, dass es sich letztlich um Schätzungen handelt – und nicht um eine exakte Wissenschaft.[8] Ein Grossteil der gängigen Verfahren – insbesondere die in der Praxis etablierte Discounted-Cashflow-Methode (DCF) – stützt sich zumindest teilweise

---

3 Zum Ganzen statt vieler Koller, Art. 184, BSK OR I, Rz. 42 ff.
4 BGE 71 II 270 E. 3c; Koller, Art. 184, BSK OR I, Rz. 42.
5 Statt vieler Koller, Art. 184, BSK OR I, Rz. 43.
6 Zum Ganzen Helbling, 736; Sonderegger, 923 f.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 19.
7 Siehe dazu unten unter II.2.c).
8 Boemle/Stolz, 361; Käch, 189; m.w.Hinw. Sonderegger, 919.

auf zukunftsgerichtete Zahlen oder ist von ihnen abhängig. Die historische Unternehmensentwicklung dient dabei lediglich als Orientierung und Erfahrungswert. Entscheidend ist die subjektive Einschätzung des zukünftigen Geschäftsverlaufs: Bleiben die Kennzahlen stabil, entwickeln sie sich positiv oder ist ein Rückgang zu erwarten?[9] Allfällige unternehmensspezifische Besonderheiten – wie etwa die Abhängigkeit von Schlüsselpersonen oder wesentlichen Kundenbeziehungen – bleiben in den Bewertungsmodellen unberücksichtigt und werden – falls überhaupt – von den Parteien erst im Rahmen der Plausibilitätsprüfung berücksichtigt.[10]

Die starke Abhängigkeit von subjektiven zukunftsbezogenen Annahmen sowie die Notwendigkeit, individuelle Sondereffekte zu berücksichtigen, erklären, weshalb die von der Käufer- und Verkäuferseite ermittelten Werte oft deutlich divergieren. Verkäufer neigen dazu, die positiven Entwicklungspotenziale des Zielunternehmens in den Vordergrund zu stellen, und haben typischerweise eine optimistisch geprägte Sicht der Geschäftsentwicklung, Kundenbeziehungen und Zahlen. Käufer hingegen berücksichtigen in der Bewertung eher mögliche Risiken und Unsicherheiten, die sich auf die zukünftige Ertragskraft auswirken könnten.[11]

Zusammenfassend lässt sich somit sagen, dass die unterschiedlichen Wertvorstellungen regelmässig das Ergebnis abweichender Einschätzungen zur künftigen Unternehmensentwicklung und einer unterschiedlich starken Gewichtung von Chancen und Risiken sind.

c) Von der Bewertung zum Kaufpreis

«Bewaffnet» mit dem ermittelten Unternehmenswert treten Käufer und Verkäufer in die Kaufpreisverhandlungen ein. Der tatsächlich vereinbarte Kaufpreis liegt dabei typischerweise – aber nicht zwingend – zwischen den von beiden Seiten ermittelten Werten.[12] Die effektive Höhe des Kaufpreises wird dabei von einer Vielzahl von Faktoren beeinflusst: Neben Angebot und Nachfrage spielen insbesondere die Verhandlungstaktik, die Eigenschaft des potentiellen Käufers (PE vs. strategischer Käufer), die Situation des Unternehmens und des Verkäufers und das makroökonomische Umfeld eine Rolle.[13] Während sich einige dieser Parameter nur begrenzt oder gar nicht beeinflussen lassen, kann aus Sicht des Verkäufers zumindest versucht werden, durch eine kompe-

9 Zum Ganzen Helbling, 736; Sonderegger, 927 f.
10 Käch, 197 f.; Bucher/Schwendener, 346; Langenegger, 150 ff.
11 Zum Ganzen Sonderegger, 923 f.; Helbling, 737.
12 Vgl. Schenker, Unternehmenskauf, 2 f.
13 Vgl. Sonderegger, 923 f.; Käch, 196 ff.; Langenegger, 150 ff.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 349.

titive Auktion die Nachfrage zu erhöhen und dadurch einen höheren Kaufpreis zu erzielen.[14]

Im Rahmen der Verhandlungen geht es für die Parteien darum, die unterschiedlichen Wertvorstellungen aneinander anzugleichen und zu überbrücken. Zur Schliessung von Divergenzen haben sich verschiedene Instrumente etabliert, die in M&A Transaktionen regelmässig zum Einsatz kommen. Diese lassen sich grob in drei Kategorien einteilen:

- *Instrumente mit Finanzierungs- oder Preisgestaltungsfunktion*: Earn-Out, Vendor Loan, Roll-Over Struktur
- *Instrumente mit Auswirkung auf die Transaktionsstruktur*: Staggered Sale mit Call- und Put Option, Asset Deal und Carve-Out
- *Instrumente zur Risikoallokation*: R&W und Indemnities

Allen genannten Instrumenten ist gemeinsam, dass sie letztlich lediglich dazu dienen, die Wertdifferenz für beide Parteien wirtschaftlich erträglicher zu machen. Sie können keine einheitliche Bewertung von Käufer- und Verkäuferseite «herbeizaubern» – die unterschiedlichen Wertvorstellungen bleiben bestehen, werden durch diese Instrumente jedoch verhandlungsfähig gemacht.

III. Instrumente mit Finanzierungs- oder Preisgestaltungsfunktion

1. Earn-out

a) Begriff und Praxisbedeutung

Ein Earn-out ist das vertragliche Versprechen des Käufers, bei Erreichen bestimmter Zielwerte oder beim Eintritt definierter Ereignisse einen zusätzlichen Kaufpreisanteil zu leisten. Earn-out-Regelungen sind rechtlich als aufschiebend bedingte Kaufpreisbestandteile zu qualifizieren (Art. 151 ff. OR). Der Verkäufer erhält die zusätzliche Zahlung nur, wenn die Bedingung – also die Zielerreichung – eintritt und am Closing steht der endgültige Gesamtkaufpreis noch nicht fest. Die Earn-out Komponente fällt in der Regel deutlich geringer aus als der fixe Kaufpreisanteil, der am Closing zahlbar wird.[15]

Typische Zielgrössen für die Bemessung eines Earn-outs sind finanzielle Kennzahlen wie Umsatz, EBITDA oder Nettoergebnis, aber auch operative

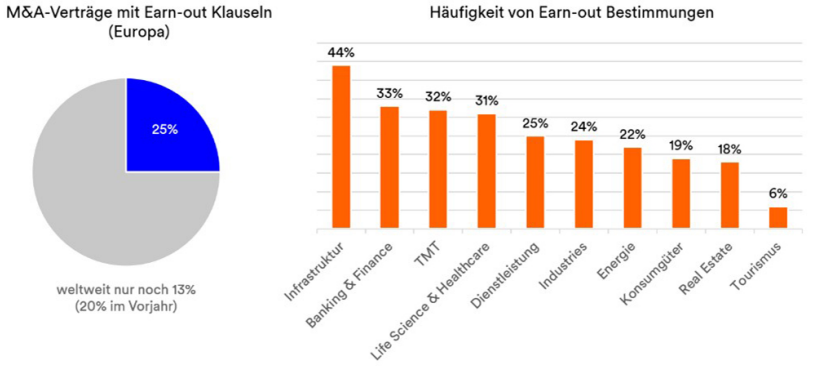
14 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 96; Schenker, Unternehmenskauf, 27 f.
15 Zum Ganzen Vischer, 509 f.; Werder et al., 183.

oder regulatorische Milestones – etwa die Zulassung eines Produkts oder das Eintreten vertraglich definierter Ereignisse.[16]

Earn-outs gelten als besonders streitanfällig.[17] Das liegt hauptsächlich daran, dass zukünftige Entwicklungen zur Grundlage von Zahlungsverpflichtungen gemacht werden.[18] Vice Chancellor Laster hat dies in der Entscheidung *Airbone Health, Inc. vs. Squid Soap LP* treffend zusammengefasst:

> «*An earn-out typically reflects a disagreement over the value of the business that is bridged when the seller trades the certainty of less cash at closing for the prospect of more cash over time… But since value is frequently debatable and the causes of underperformance equally so, an Earn-out often converts today's disagreement over price into tomorrow's litigation over the outcome*».[19]

Ungeachtet ihrer Streitanfälligkeit sind Earn-outs in der Praxis beliebt. Laut der CMS European M&A Study 2025 enthielten 25 % aller Transaktionen in Europa Earn-out-Komponenten – mit deutlichen sektoralen Unterschieden.[20] Besonders häufig werden Earn-outs in den Branchen Infrastruktur sowie Banking & Finance eingesetzt.[21]



Quelle: A&O Shearman Global Trends in M&A 2025 / CMS European M&A Study 2025

16 Vgl. Arpagaus, Rz. 8.90 ff.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 357; Werder et al., 184 f.; Vischer, 509 f.
17 Fischer/Kälin, Rz 4; Werder et al., 186 f.; m.w.Verw. Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 357; Arpagaus, Rz. 8.101.
18 Werder et al., 187; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 357.
19 Delaware Chancery Courts, *Airborne v. Squid Soap LP*, C.A. No. 4410-VCL, S. 5.
20 Wallace/Bruhns, 28.
21 Wallace/Bruhns, 29.

b) Vertragsredaktion

Einigen sich die Parteien auf einen Earn-out, empfiehlt sich, die nachfolgenden Punkte im Kaufvertrag möglichst umfassend zu regeln:[22]

Bemessungsgrösse und Berechnung des Earn-outs

Im Kaufvertrag sollte klar und eindeutig definiert werden, welche Kennzahl (z.B. EBITDA, Umsatz etc.) in welchem Zeitraum (Earn-out Periode) für die Berechnung des Earn-outs relevant ist.[23] Die Verwendung von allgemeinen Begriffen wie «EBITDA» oder «Umsatz» ist insbesondere aus Verkäufersicht nicht zu empfehlen. Vielmehr empfiehlt es sich, beispielsweise in einem separaten Anhang zum Kaufvertrag detailliert festzulegen, wie die Bemessungsgrösse zu ermitteln ist, d.h. welche Abschlüsse relevant sind, nach welchen Rechnungslegungsvorschriften die Abschlüsse zu erstellen und Sondereffekte zu berücksichtigen sind usw.[24] Besonderes Augenmerk sollte dabei auf Positionen gelegt werden, die Ermessensspielräume zulassen, da hier potenziell unterschiedliche Auslegungen zu Konflikten führen können.[25]

Darüber hinaus sollte im Kaufvertrag insbesondere festgelegt werden, ob und in welchem Umfang eine Zahlung geschuldet ist, wenn die vereinbarte Zielgrösse nur teilweise erreicht oder sogar übertroffen wird und – bei mehrjährigen Earn-out-Perioden – ob die Auszahlung in mehreren Teilbeträgen oder als Einmalzahlung erfolgt.[26]

Widerspruchsrechte

Häufig obliegt dem Käufer die Erstellung der Earn-out Berechnung.[27] Damit der Verkäufer ein Mindestmass an Sicherheit erhält, dass diese Berechnung korrekt erfolgt und das Ermessen nicht zu Ungunsten des Verkäufers ausgeübt wird, sollte er sich vertraglich umfassende Einsichts- und Widerspruchsrechte zusichern lassen.[28] Sollte der Verkäufer mit der vom Käufer vorgelegten Berechnung nicht einverstanden sein und Widerspruch erheben, empfiehlt es sich, ein Verfahren ähnlich dem bei Closing Accounts vorzusehen: Kommt in-

---

22 Vgl. Werder et al., 196 f. und 199 f.; Vischer 511 ff.; Fischer/Kälin, Rz. 13 ff.

23 Vischer, 511 f.; Werder et al., 196; Schenker, Unternehmenskauf, 251 f.

24 Vgl. Schenker, Unternehmenskauf, 251 f.; Werder et al., 196; Watter/Gstoehl, 49 f.

25 So auch Watter/Gstoehl, 50.

26 Arpagaus, Rz. 8.94; Meier-Mazzucato/Ricklin, 287 ff.; Fischer/Kälin, Rz. 6.

27 Fehr/Benkert/Poggensee, 801; von Werra, 569 ff.; Schenker, Unternehmenskauf, 254.

28 Vischer, 514 f.; Werder et al., 200; Meier-Mazzucato/Ricklin, 289; Watter/Gstoehl, 49 ff.; Schenker, Unternehmenskauf, 254.

nerhalb einer vertraglich festgelegten Frist keine Einigung zustande, wird der Earn-out durch einen unabhängigen Experten für die Parteien verbindlich ermittelt.[29]

«Conduct of Business»

Um zu verhindern, dass der Käufer während der Earn-out Periode Handlungen vornimmt, welche die Earn-out Bemessungsgrundlage negativ beeinflussen, wird in der Praxis im Kaufvertrag regelmässig festgelegt, welche Handlungen dem Käufer während der Earn-out Periode untersagt sind.[30] Der Katalog von unzulässigen Handlungen ähnelt dabei dem «Conduct of Business» Katalog, welcher üblicherweise für die Zeit zwischen Signing und Closing vereinbart wird.[31]

Bei der Ausgestaltung des Katalogs ist eine sorgfältige Abwägung erforderlich zwischen dem berechtigten Interesse des Verkäufers an einem umfassenden Schutz vor Beeinflussung der Earn-out-Bemessungsgrundlage einerseits und dem legitimen Interesse des Käufers, das Zielunternehmen möglichst frei zu führen und weiterzuentwickeln, andererseits.[32] Zum Schutz des Verkäufers sollte vertraglich festgelegt werden, welche Konsequenzen eine Verletzung des Katalogs nach sich zieht. Häufig verlangen Verkäufer in diesem Zusammenhang, dass eine Verletzung automatisch zur Auszahlung des vollen Earn-out-Betrags führt – eine Forderung, die Käufer, insbesondere bei einmaligen Verstössen, in der Praxis jedoch nur selten akzeptieren.[33]

Vor dem Hintergrund, dass nicht alle zukünftigen Entwicklungen im Vorfeld absehbar sind, bevorzugen Käufer anstelle eines Katalogs von pauschal verbotenen Handlungen eher die Vereinbarung eines «Neutralisierungsmechanismus». Das bedeutet, dass im Kaufvertrag festgelegt wird, welche vom Käufer vorgenommenen Handlungen für Zwecke der Earn-out-Berechnung zu neutralisieren sind. Nimmt der Käufer eine entsprechende Handlung vor, erfolgt die Berechnung des Earn-out so, als hätte der Käufer die Handlung nicht vorgenommen. Ein anschauliches Beispiel ist eine Add-on-Akquisition: Aus Sicht des Zielunternehmens kann sie sinnvoll oder sogar notwendig sein. Ist der Earn-out jedoch an eine Bilanzgrösse gekoppelt, kann die Add-on-Akquisition die Berechnungsgrundlage verzerren – sowohl zugunsten als auch zulasten beider Parteien. Einigen sich die Parteien auf einen Neutralisierungsme-

---

29 Schenker, Unternehmenskauf, 254; Fischer/Kälin, Rz 13, Meier-Mazzucato/Ricklin, 289.
30 Vischer, 512 ff.; Werder et al., 196; Fischer/Kälin, Rz 15; Schenker, Unternehmenskauf, 252 f.
31 Werder et al., 196; Fischer/Kälin, Rz 15.
32 So auch Werder et al., 196.
33 Vgl. Fischer/Kälin, Rz 16; Zürcher, 151; Schenker, Unternehmenskauf, 253.

chanismus, wird der Earn-out so berechnet, als hätte die Add-on-Akquisition nicht stattgefunden. Was in der Theorie einfach klingt, birgt in der Praxis – je nach Art und Umfang der zu neutralisierenden Veränderung – jedoch erhebliches Konfliktpotenzial.[34]

c) Earn-out Klauseln aus Sicht der Parteien

Earn-outs bieten sowohl Käufern als auch Verkäufern Vorteile. Insbesondere in Situationen mit hoher Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung des Zielunternehmens sind Earn-out Klauseln ein geeignetes Mittel, Bewertungsdivergenzen zu überbrücken.[35]

Aus Sicht des Käufers reduziert ein Earn-out das Risiko, einen überhöhten Kaufpreis zu zahlen. Ein Teil des Kaufpreises basiert nicht nur auf historischen Resultaten und Prognosen, sondern auf den tatsächlichen zukünftigen Resultaten.[36] Darüber hinaus mindert eine Earn-out-Regelung die Finanzierungslast zum Zeitpunkt des Closings, da ein Teil des Kaufpreises erst zu einem späteren Zeitpunkt fällig wird. Der Käufer kann diesen variablen Kaufpreisanteil unter Umständen aus zukünftigen Gewinnen des Unternehmens finanzieren.[37] Schliesslich kann der Earn-out auch eine Sicherungsfunktion übernehmen: Sollte der Käufer gegen den Verkäufer Ansprüche geltend machen (z.B. aus Gewährleistungsverletzungen), kann der noch nicht ausbezahlte Earn-Out zurückbehalten und verrechnet werden.[38]

Für den Verkäufer bietet der Earn-out den Vorteil, dass der Gesamtkaufpreis in der Regel höher ausfällt als ohne Earn-out Komponente.[39] Im Gegenzug verzichtet er jedoch auf einen «Clean Exit», da er weiterhin (zumindest teilweise) das unternehmerische Risiko trägt.[40] Ist der Verkäufer nicht mehr in einer relevanten Funktion im Zielunternehmen tätig, kommt das Risiko hinzu, dass der Käufer die für die Earn-out Berechnung relevanten Grössen zuungunsten des Verkäufers manipuliert oder beeinflusst, was die Auszahlung des Earn-outs verhindern oder schmälern kann.[41]

---

34 Vgl. zum Gesagten Vischer, 511 f.; Schenker, 252 f.; Fischer/Kälin, Rz 15.

35 Werder et al., 185; Schenker, Unternehmenskauf, 249; Arpagaus, Rz. 8.87.

36 Werder et al., 194; Meier-Mazzucato, 288; Schenker, Unternehmenskauf, 250.

37 Zum Gesagten Meier-Mazzucato, 288; Werder et al., 194; Fischer/Kälin, Rz 3; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 357; Hünerwadel/Tranchet, 367 f.

38 Benkert/Fehr/Poggensee, 799; Fischer/Kälin, Rz 3.

39 Werder et al., 194.

40 Fischer/Kälin, Rz 4; Schenker, Unternehmenskauf, 250 f.; Werder et al., 194.

41 Werder et al., 186 und 194 f.; Meier-Mazzucato/Ricklin, 288; Schenker, Unternehmenskauf, 250; Fischer/Kälin, 288.

Ein weiterer wichtiger Aspekt betrifft Verkäufer, die ihre Beteiligung im Privatvermögen halten: in solchen Fällen kann die Vereinbarung eines Earn-outs steuerliche Konsequenzen haben. So besteht die Gefahr einer Umqualifikation eines Teils des Kaufpreises in Erwerbseinkommen, insbesondere dann, wenn der Verkäufer weiterhin im Zielunternehmen tätig ist und dabei ein ungewöhnlich niedriges Gehalt bezieht, die Earn-out Zahlung nicht ausschliesslich von Erfolgsgrössen, sondern auch von der Weiterarbeit des Verkäufers im Zielunternehmen abhängt oder der weiterarbeitende Verkäufer einen höheren Kaufpreis erhält als Verkäufer, welche nicht mehr im Zielunternehmen tätig sind.[42]

d) Exkurs: Earn-out Klauseln bei öffentlichen Kaufangeboten

Ein Interesse an Earn-out Klauseln besteht nicht nur bei privaten M&A Transaktionen, sondern zunehmend auch im Kontext öffentlicher Kaufangebote. Anders als im Ausland wurde eine Earn-out Komponente im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots in der Schweiz bislang allerdings noch nie umgesetzt. Dies liegt nicht an den rechtlichen Rahmenbedingungen, sondern vielmehr an der Komplexität, die eine Earn-out Struktur in diesem Kontext mit sich bringt.[43]

Ähnlich wie im Ausland könnte eine Earn-out Komponente im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebotes als sogenannter Contingent Value Right (CVR) strukturiert werden.[44] CVRs sind Derivate, die dem Inhaber bei Eintritt bestimmter Bedingungen bestimmte Rechte einräumen – im Falle eines Earn-outs das Recht auf eine zusätzliche Zahlung.[45]

Aus übernahmerechtlicher Sicht ist eine Earn-out Komponente meines Erachtens zulässig, sofern die folgenden Anforderungen erfüllt sind:

- *Mindestpreisregeln:* Der fix angebotene Preis muss die Mindestpreisregeln einhalten. Die Earn-out Komponente kann dabei für die Frage, ob die Mindestpreisregeln eingehalten sind, nicht hinzugerechnet werden, da deren Auszahlung nicht gesichert ist.[46]

---

42 Zum Ganzen Cagienard/Jenny, 448 f.; Urteil des Bundesgerichtes 2C_618/2014 vom 3. April 2015 E. 5; Fischer/Kälin, Rz 34.

43 Ähnlich Meier-Mazzucato/Ricklin, 288.

44 Vgl. Tschäni/Iffland, 140 ff.; Werder et al., 210 f.; ferner Änderung vom 9. April 2001 des Angebots vom 30. März 2001 der InCentive Capital AG an die Aktionäre der Sulzer AG; Empfehlung 0088/05 *Sulzer* AG vom 18. April 2001 E.2.

45 Tschäni/Iffland, 142; Kirman/Goldfeld, 1; Wagner/Partin/Brown, 2.

46 Vgl. Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 414 ff.; Hofstetter/Schilter-Heuberger/Brönnimann, Art. 135, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 75 ff.; Barthold/Schilter, Art. 135, SK FinfraG, Rz. 99 ff.

- *Gleichbehandlungspflicht / Best Price Rule*: Die Earn-out Komponente muss allen Angebotsempfängern gleichermassen gewährt werden.[47]
- *Transparenz*: Die Angebotsempfänger müssen transparent über die Earn-out Komponente und insbesondere die Bedingungen für die Auszahlung informiert werden.[48]
- *Bestimmbarkeit des Angebotspreises*: Die Höhe des Angebotspreises und insbesondere der Earn-out Zahlung muss für die Angebotsempfänger bestimmbar sein;[49] und
- *Certain Funds*: Es muss nicht nur sichergestellt sein, dass der Anbieter über die Mittel zur Bezahlung des fixen Angebotspreises verfügt. Vielmehr sollte nach meiner Ansicht auch durch die Prüfstelle bestätigt werden, dass der Anbieter in der Lage ist, eine allfällige Earn-out Zahlung zu leisten. Dies ist deshalb wichtig, weil die Höhe und Auszahlung dieser Komponente unter Umständen entscheidungsrelevant für die Angebotsempfänger ist.[50]

Ungeachtet der rechtlichen Zulässigkeit stellen sich eine Reihe praktischer Fragen:

- *Einsichts- und Kontrollrechte*: Wie kann aus Sicht der Angebotsempfänger sichergestellt werden, dass korrekt festgestellt wird, ob eine weitere Zahlung geschuldet ist oder nicht und wer nimmt entsprechend Einsichts- und Kontrollrechte wahr?
- *Handelbarkeit des CVR und Settlement*: Soll der CVR handelbar sein und wie können CVRs gesettled werden?
- *Prospektpflicht/Sales Restrictions*: Löst die Ausgabe eines CVR eine Prospektpflicht aus und dürfen überhaupt an alle Angebotsempfänger CVRs ausgegeben werden?

All diese Fragen sind meines Erachtens lösbar, insbesondere auch, weil sich das Instrument im Ausland bereits etabliert hat und somit praxiserprobt ist.

---

47 Vgl. Tschäni/Diem/Gaberthüel, Rz. 715 ff.; Tschäni/Iffland/Diem, Art. 127, BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 15 ff.; Barthold/Schilter, Art. 135, SK FinfraG, Rz. 125 ff. FinfraG.

48 Vgl. Art. 1 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1); Gericke/Wiedmer, Art. 1, Kommentar UEV, Rz. 12.

49 Vgl. Art. 17 UEV; Gericke/Wiedmer, Art. 17, Kommentar UEV, Rz. 1 ff.

50 Vgl. Gericke/Wiedmer, Art. 20, Kommentar UEV, Rz. 1 ff., für eine allgemeine Auseinandersetzung mit der *Certain Funds*-Voraussetzung.

2. Vendor Loan

a) Begriff und Ausgestaltung

Geht es um die Überbrückung von Bewertungsdifferenzen, werden häufig Verkäuferdarlehen diskutiert. Beim Verkäuferdarlehen (*Vendor Loans*) handelt es sich um ein vom Verkäufer eines Zielunternehmens gewährtes Darlehen an den Käufer zur (teilweisen) Finanzierung des Kaufpreises.[51] Ein solches Darlehen kann dazu dienen, divergierende Preisvorstellungen zu überbrücken, indem es die Fälligkeit eines Teils des Kaufpreises in die Zukunft verlagert.[52] Rechtlich stellt das Verkäuferdarlehen entweder eine (Teil-)Stundung des Kaufpreises oder ein Darlehen im Sinne von Art. 312 ff. OR, das der Käuferin oder einer Akquisitionsgesellschaft zur Verfügung gestellt wird, dar.[53]

Aus steuerlicher Sicht ist insbesondere sicherzustellen, dass der vereinbarte Zinssatz als marktüblich anerkannt wird.[54] Hinsichtlich der übrigen Konditionen – wie Laufzeit und Modalitäten der Zinszahlung – geniessen die Parteien weitgehende Gestaltungsfreiheit. Allerdings bedarf der Abschluss eines Verkäuferdarlehens einer engen Abstimmung mit weiteren Fremdkapitalgebern. Insbesondere bei Unternehmenskäufen durch Finanzinvestoren ist es üblich, dass das Verkäuferdarlehen die nachrangigste und in der Regel unbesicherte Finanzierungsform darstellt.[55]

b) Verkäuferdarlehen aus Sicht der Parteien

Aus Käufersicht bietet der Abschluss eines Verkäuferdarlehens primär einen Finanzierungsvorteil: Es ermöglicht, dass beim Closing weniger Eigenmittel eingesetzt werden müssen, da ein Teil des Kaufpreises vom Verkäufer finanziert wird.[56] Darüber hinaus kann ein Verkäuferdarlehen als Sicherungsinstrument für etwaige Gewährleistungsverletzungen dienen – ein gegebenenfalls bestehender Schadenersatzanspruch kann mit dem ausstehenden Darlehensbetrag verrechnet werden.[57]

---

51 Kustner/Kalis, 989; Hünerwadel/Tranchet, 367; m.w.Verw. Weibel 33 f.

52 Vgl. Kustner/Kalis, 991 ff.

53 Vgl. Maurenbrecher/Schärer, Art. 312, BSK OR I, Rz. 1 ff. und Rz. 24; Schroeter, Art. 75, BSK OR I, Rz. 16; Hösly/Zellweger-Ferhat, Rz. 50 ff, PraxKomm Erbrecht zum Anhang Unternehmensnachfolge.

54 Ausführlich dazu Reich/Helbing/Duss, Art. 20a, DBG Kommentar, Rz. 42a.

55 Kustner/Kalis, 990; Zürcher/Speck, Rz. 3.213; Weibel, 33 f.

56 Kustner/Kalis, 992; Superina/Bolinger/Karg, 204.

57 Vgl. Zürcher/Speck, Rz. 3.213.

Aus Sicht des Verkäufers bedeutet ein Verkäuferdarlehen hingegen, dass kein «Clean Exit» erreicht wird. Der Verkäufer bleibt in gewissem Masse weiterhin wirtschaftlich mit dem Zielunternehmen verbunden und setzt sich dem Insolvenzrisiko der Darlehensnehmerin aus.[58]

Trotz der genannten Nachteile sind Verkäuferdarlehen in der Praxis beliebt. Nicht zuletzt, weil sie in der Regel schnell, flexibel und ohne grösseren formellen Aufwand vereinbart werden können.

3. Aktien als Akquisitionswährung / Roll-Over Strukturen

a) Begriff

Eine weitere Möglichkeit zur Überbrückung unterschiedlicher Kaufpreisvorstellungen besteht in der Kaufpreiszahlung durch Aktien der Käuferin oder deren Muttergesellschaft. Anstelle (oder zusätzlich zu) einer Barzahlung erhält der Verkäufer neu ausgegebene oder bestehende Aktien.[59] In Frage kommen Aktien als Akquisitionswährung typischerweise beim Erwerb eines Zielunternehmens durch eine kotierte Gruppe sowie in PE-Strukturen.[60]

b) Vertragsverhandlungen

Die Verwendung von Aktien als Akquisitionswährung kann Auswirkungen auf das Timing der Transaktion, die Transaktionsdokumentation sowie die Offenlegungspflichten haben.

- *Timing*: Die Ausgabe von Aktien im Rahmen einer Akquisition stellt in gewissem Sinne selbst eine M&A-Transaktion dar. Der Verkäufer wird in diesem Zusammenhang häufig Zugang zu einer Due Diligence verlangen und auf Gewährleistungsschutz bestehen. Das Bedürfnis nach Due Diligence und vertraglichem Schutz steigt typischerweise mit dem Umfang der Beteiligung des Verkäufers. Der Umfang der Due Diligence hängt jedoch auch von weiteren Faktoren ab, etwa von der Marktkapitalisierung des Käufers, der Aktionärsstruktur, der Liquidität des Titels sowie der Dauer eines allfälligen Lock-up.[61] In zeitlicher Hinsicht ebenfalls in Betracht zu ziehen ist, dass der Käufer einen Prospekt publizieren muss, sofern er die zur Abwicklung der Transaktion notwendigen Aktien zuerst schaffen und kotie-

58 Vgl. Kustner/Kalis, 992; Weibel, 34.
59 Wolf/Gaberthüel, 195 f.
60 Vgl. Wolf/Gaberthüel, 196; Gaberthüel/Hächler, 19.
61 Zum Ganzen Wolf/Gaberthüel, 207.

ren muss und sich auf keine Ausnahme von der Prospektpflicht berufen kann.[62]

- *Transaktionsdokumentation*: Insbesondere in Fällen, in denen der Verkäufer durch die Transaktion zu einem bedeutenden Aktionär wird und die Gesellschaft trotz bedeutender Beteiligung nicht kontrolliert, kann es angezeigt sein, ein sogenanntes Relationship Agreement abzuschliessen.[63] Ein Relationship Agreement ist ein Vertrag zwischen dem Zielunternehmen (Käufer) und einem Aktionär (Verkäufer).[64] Die Kompetenz zum Abschluss liegt beim Verwaltungsrat des Zielunternehmens.[65] Vom Regelungsgegenstand ähneln Relationship Agreements den typischen Aktionärsbindungsverträgen.[66] Abreden, die in einem Relationship Agreement getroffen sind, betreffen entsprechend insbesondere den Verwaltungsrat und die Vertretung des Aktionärs im Verwaltungsrat, Stimmrechte und deren Ausübung an einer Generalversammlung, Informationspflichten und Abreden betreffend Zu- und Abverkäufe.[67] Im Rahmen der Verhandlungen ist nicht nur zu beachten, dass der Abschluss und die Verhandlung eines Relationship Agreements Zeit in Anspruch nimmt, sondern auch, dass die Tatsache des Abschlusses eines Relationship Agreements eine kursrelevante Tatsache darstellen kann und entsprechend unter Umständen eine Ad-hoc Bekanntgabepflicht auslöst.[68]
- *Offenlegungspflicht*: Erreicht oder überschreitet der Verkäufer infolge des Erwerbs der Aktien einen Schwellenwert gemäss Art. 120 FinfraG, wird die börsenrechtliche Offenlegungspflicht im Zeitpunkt des Abschlusses des Kaufvertrags ausgelöst. Auch für den Käufer kann eine Offenlegungspflicht entstehen – insbesondere dann, wenn er die als Gegenleistung zu übertragenden Aktien bereits im Eigenbestand hält.[69] Zudem ist zu beachten, dass Käufer und Verkäufer – je nach Ausgestaltung des Relationship Agreements oder aufgrund sonstiger vertraglicher Abreden – unter Umstände als Gruppe im Sinne von Art. 121 FinfraG gelten und ihre Beteiligung entsprechend offenzulegen haben.[70]

---

62 Vgl. Art. 35 des Bundesgesetzes über die Finanzdienstleistungen vom 15. Juni 2018 (Finanzdienstleistungsgesetz, FIDLEG, SR 950.1); Wolf/Gaberthüel, 206.

63 Häusermann, 242; Watter/Dubs, 14 ff.; Wolf/Gaberthüel, 211.

64 Häusermann, 241; Watter/Schweighofer, 229 f.

65 Vgl. Häusermann, 250 f.

66 Häusermann, 243; ausführlich Watter/Dubs, 18 ff.

67 Wolf/Gaberthüel, 211 ff.; Häusermann, 243 ff.; Watter/Dubs, 14 f.; Gerhard/Humbel, 270 f.

68 Vgl. Häusermann, 251; Wolf/Gaberthüel, 213.

69 Wolf/Gaberthüel, 213.

70 Verfügung 0703/01 *CEVA Logistics AG* vom 9. August 2018 E. 4; ebenso Watter/Dubs, 32 ff.; Häusermann, 251.

c) Anrechnungswert und insiderrechtliche Aspekte

Der Einsatz von eigenen Aktien als Akquisitionswährung wirft auch Fragen unter dem Aspekt des aufsichtsrechtlichen und strafrechtlichen Verbots von Insidergeschäften auf.

Beschaffung von Entgeltaktien am Markt

Fraglich ist, ob der Käufer während der Verhandlungen einer Transaktion eigene Aktien am Markt zurückkaufen kann, um diese dann als Akquisitionswährung zu verwenden. In diesem Zusammenhang ist insbesondere fraglich, ob der in Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV kodifizierte Safe Harbour, wonach niemand sein eigener Insider sein kann, auch ein solches Geschäft umfasst. Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV erwähnt nur den Erwerb von Aktien des Zielunternehmens explizit. Allerdings wird dieser Erwerb nur als Beispiel angefügt. Entsprechend ist die h.L. der Ansicht, dass auch andere Effektengeschäfte, wie beispielsweise der Erwerb von Aktien zur Verwendung als Akquisitionswährung, als Umsetzung des eigenen Entschlusses gelten und entsprechend zulässig sind.[71] Dies gilt allerdings nur, sofern die Käuferin im Zeitpunkt des Rückkaufs der eigenen Aktien über keine anderweitigen Insiderinformationen verfügt.[72]

Vereinbarung des Anrechnungswerts

Vereinbaren die Parteien, dass ein Teil des Kaufpreises in Aktien bezahlt wird, stellt sich die Frage, zu welchem Wert diese Aktien an den Kaufpreis angerechnet werden. Bei börsenkotierten Aktien des Käufers ist in diesem Zusammenhang häufig der Marktpreis massgebend oder dient zumindest als Orientierungsgrösse.[73] In der Praxis wird oft vereinbart, dass der Anrechnungswert erst zu dem Zeitpunkt festgelegt wird, zu dem die Transaktion öffentlich bekannt gemacht wird und der Markt somit «clean» ist.

---

71 Krämer, 224; Gericke/Isler, 167 f.; Wolf/Gaberthüel, 215; Sethe/Fahrländer, Art. 154, SK FinfraG, Rz. 135 ff. und 143; Hanslin/Hoch/Hotz/Maurenbrecher, Art. 142f, BSK FINMA/FinfraG, Rz. 46; Baumgartner/Strittmatter, 243; a.M. Bühler/Häring, die sich zum Art. 161 der alten Fassung des schweizerischen Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937 (StGB, SR 311.0) geäussert haben, bevor entsprechende Safe-Harbour Bestimmungen ins damalige BEHG aufgenommen wurden.

72 Siehe Hanslin/Hoch/Hotz/Maurenbrecher, Art. 142 f., BSK FINMAG/FinfraG, Rz. 50; Baumgartner/Strittmacher, 243, wonach es ein Teil der Lehre als zulässig erachtet, wenn der Käufer im Zeitpunkt des Rückkaufes der eigenen Aktien über anderweitige Insiderinformationen verfügt, sofern diese nicht kausal für den Rückkauf der Aktien waren.

73 Wolf/Gaberthüel, 209.

Eine solche Regelung ist sogar zwingend, wenn der Käufer zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses über Insiderinformationen bezüglich der eigenen Aktie verfügt. Andernfalls könnte der Vertragsabschluss als Insiderhandel qualifizieren. Der Käufer kann dieses Problem auch nicht dadurch umgehen, dass er dem Verkäufer die betreffenden Insiderinformationen offenlegt und damit zumindest zwischen Käufer und Verkäufer ein «level playing field» schafft.[74] Das Verbot von Insidergeschäften dient nämlich nicht nur dem Schutz der Chancengleichheit der Marktteilnehmer, sondern auch der Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.[75]

d) Aktien als Akquisitionswährung aus Sicht der Parteien

Ein offensichtlicher Vorteil der Verwendung von Aktien als Akquisitionswährung liegt in der Schonung der Liquidität des Käufers. Darüber hinaus können aus Sicht des Käufers auch strategische Überlegungen eine Rolle spielen – insbesondere dann, wenn er davon ausgeht, dass die Einbindung des Verkäufers als Aktionär den langfristigen Erfolg der kombinierten Gruppe fördert.[76] Werden Aktien als Akquisitionswährung verwendet, realisiert der Verkäufer wiederum keinen «Clean Exit»: er partizipiert weiterhin am Erfolg oder Misserfolg des Zielunternehmens. Den meisten Verkäufern ist Geld als Gegenleistung entsprechend willkommener als Aktien, denn wenn der Verkäufer in die Käuferaktien investieren will, kann er dies auch an der Börse tun. Abgesehen von jenen Fällen, in denen auf der Verkäuferseite strategische Gründe mitspielen, akzeptieren Verkäufer Aktien als Gegenleistung meist schlicht darum, weil das höchste Kaufangebot eines mit einer Aktienkomponente ist.[77]

IV. Instrumente mit Auswirkung auf die Strukturierung und zur Risikoverteilung

Die in Kapitel III beleuchteten Instrumente sind die wohl prominentesten «Überbrückungshelfer». Trotzdem lohnt sich ein Blick auf die zwei anderen identifizierten Kategorien und insbesondere auf den Staggered Sale.

---

74 Zum Ganzen Wolf/Gaberthüel, 214.

75 Vgl. Erläuternder Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch), 15; Lüthy/Schären, 500.

76 Zum Gesagten Zürcher/Speck, Rz. 3.55; Wolf/Gaberthüel, 197.

77 Wolf/Gaberthüel, 197.

1. Staggered Sale

a) Begriff

Ein «Staggered Sale» bezeichnet den gestuften Erwerb eines Zielunternehmens. Dabei erwirbt der Käufer zunächst eine (Mehrheits-)Beteiligung, um in einem oder mehreren Schritten schliesslich 100% der Anteile zu übernehmen.[78] In der Praxis kommen Staggered Sales insbesondere dann zum Einsatz, wenn die Parteien das Zielunternehmen für eine Übergangsphase gemeinschaftlich – vergleichbar mit einem Joint Venture – führen und weiterentwickeln wollen.

Staggered Sales können unterschiedlich ausgestaltet sein. Sind sich die Parteien von Anfang an einig, dass der Käufer sämtliche Aktien erwerben soll, kann im Kaufvertrag eine feste Kaufverpflichtung vereinbart werden. Das bedeutet, es wird bereits vertraglich festgelegt, wann bzw. unter welchen Bedingungen der Käufer die weiteren Aktien erwerben muss. Sobald die Bedingungen eingetreten sind oder der festgelegte Zeitpunkt erreicht ist, ist der Käufer verpflichtet, die restlichen Anteile zu kaufen.

Alternativ – und in der Praxis häufiger – wird ein Staggered Sale optional ausgestaltet. In diesem Fall wird dem Käufer eine Call-Option auf den Erwerb der verbleibenden Aktien und/oder dem Verkäufer eine Put-Option auf den Verkauf der verbleibenden Aktien eingeräumt. Die sogenannten Trigger Events für die Ausübung der Optionen können von den Parteien nach Belieben vereinbart werden. So kann etwa vereinbart werden, dass die Optionen in einem bestimmten Zeitfenster oder bei Eintritt konkreter Ereignisse ausgeübt werden dürfen. Im Unterschied zur festen Kaufverpflichtung ist beim Eintritt eines Trigger Events oder nach Ablauf der vereinbarten Zeitperiode entsprechend nicht zwingend klar, ob der Kauf bzw. der Verkauf tatsächlich erfolgt. Das Ereignis bzw. der Ablauf der Zeitperiode berechtigt die jeweilige Partei zur Ausübung der Option – verpflichtet sie jedoch nicht dazu.

b) Preisgestaltung

Ob unterschiedliche Kaufpreisvorstellung mit einem Staggered Sale überbrückt werden können, hängt im Wesentlichen vom Kaufpreismechanismus für die weiteren Tranchen ab. Dabei sind insbesondere folgende Konstellationen denkbar:

---

78 Werder et al., 211.

- *Gleichbleibender Kaufpreis*: Es wird je Aktie für beide Tranchen der gleiche Kaufpreis bezahlt
- *Formelbasiert neu ermittelter Kaufpreis*: Der Kaufpreis der weiteren Tranchen wird zum Zeitpunkt des effektiven Erwerbs anhand einer zuvor vereinbarten Bewertungsformel neu bestimmt
- *Im Voraus höher festgelegter Kaufpreis*: Der Kaufpreis der weiteren Tranchen wird bereits zum Zeitpunkt der Vertragsunterzeichnung auf Basis einer höheren Bewertung festgelegt

Während die erste Variante voraussetzt, dass sich die Parteien bereits zu Beginn auf einen Kaufpreis einigen, ermöglichen die beiden anderen Varianten zumindest einen teilweisen Kompromiss und können Bewertungsdifferenzen in gewissem Umfang abfedern. Während die Dritte Variante dem Verkäufer einen höheren Preis garantiert, ähnelt die zweite Variante einem Earn-out Modell. Ob der Verkäufer tatsächlich von einem höheren Kaufpreis für die weiteren Tranchen profitiert, hängt im Wesentlichen davon ab, ob sich das Zielunternehmen wie vom Verkäufer erwartet entwickelt.

c) Staggered Sale aus Sicht der Parteien

Ein Staggered Sale ermöglicht dem Verkäufer im ersten Schritt keinen «Clean Exit». Die Gewissheit, einen solchen realisieren zu können, besteht nur dann, wenn entweder eine unbedingte Kaufverpflichtung vereinbart wurde oder dem Verkäufer eine unbedingte Put-Option eingeräumt wird.

Zudem führt ein Staggered Sale dazu, dass sich Käufer und Verkäufer zumindest für eine Übergangsphase in einem JV-ähnlichen Verhältnis befinden. Dies macht es erforderlich, das Verhältnis der Parteien – insbesondere die Mitwirkungs- und Kontrollrechte des Minderheitsaktionärs – in einem Aktionärsbindungsvertrag zu regeln.[79]

Aus Sicht des Käufers kann sich ein Staggered Sale zudem nachteilig auf die Finanzierung auswirken, insbesondere im Hinblick auf die Bestellung von Sicherheiten, da der Käufer zunächst nicht über 100% der Aktien verfügt.

[79] Siehe etwa Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 633 ff. für eine detaillierte Auseinandersetzung mit Joint-Ventures.

2. Asset Deal / Carve-Outs

a) Begriff und Praxisbedeutung

Eine weitere mögliche Variante zur Überbrückung von Bewertungsdifferenzen besteht darin, dass der Käufer ausschliesslich jene Vermögenswerte übernimmt, bei denen Einigkeit über die Bewertung besteht. Das kann auf zwei Arten umgesetzt werden:

- durch einen Asset Deal, bei dem der Käufer die betreffenden Assets direkt, entweder mittels Singularsukzession oder mittels Vermögensübertragung erwirbt[80]; oder
- durch einen Carve-Out, bei dem der Verkäufer die betroffenen Assets zunächst in eine neu gegründete Gesellschaft überführt, die anschliessend vom Käufer übernommen wird.[81]

Beide Varianten setzten voraus, dass für bestimmte Assets Bewertungseinigkeit besteht. Dies ist in der Regel nur dann der Fall, wenn die unterschiedlichen Bewertungen primär auf abweichenden Risikoeinschätzungen beruhen. Entsprechend selten wird diese Strukturvariante in der Praxis zur Überbrückung von Bewertungsdifferenzen gewählt.

b) Asset Deal aus Sicht der Parteien

Ablauftechnisch präsentieren sich Share Deals im Vergleich zu Asset Deals als wesentlich einfacher. Insbesondere in Fällen, in welchen der Asset Deal mittels Singularsukzession durchgeführt wird, müssen die Parteien in Bezug auf jedes Aktivum die obligatorischen und dinglichen Voraussetzungen für die Übertragung regeln.[82]

Aus Sicht des Käufers ist bei einem Asset Deal vorteilhaft, dass er – wie bereits erwähnt – gezielt auswählen kann, welche Vermögenswerte er übernehmen möchte. Entsprechend haftet er auch nur für die übernommenen Verbindlichkeiten – nicht jedoch für unbekannte.[83]

Aus Sicht des Verkäufers ist ein Asset Deal – abgesehen von speziellen Konstellationen wie einem Kauf aus der Konkursmasse oder in Sanierungsfällen – häufig nur dann sinnvoll, wenn lediglich ein Teil des Zielunternehmens veräus-

---

80 Ausführlich dazu Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 194 ff.; Schenker, Unternehmenskauf, 19 ff.; Gaberthüel, 196 ff.

81 Ausführlich dazu Gerhard/Hasler, 221 ff.

82 Schenker, Unternehmenskauf, 19 ff.; Gaberthüel, 189 f.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 200 ff. und 339.

83 Zum Gesagten Gaberthüel, 194; Cerutti/Rohner, 41 f.; Schenker, Unternehmenskauf, 20.

sert werden soll.[84] In allen anderen Fällen besteht das Risiko, dass der Verkäufer auf den «Bad Assets» sitzenbleibt. Hinzu kommt, dass Asset Deals – insbesondere aus Sicht der Aktionäre des Verkäufers – steuerlich nachteilig sein können. Der Verkaufserlös wird zuerst auf der Ebene des Verkäufers besteuert und – im Falle einer anschliessenden Ausschüttung oder Liquidation – nochmals auf Ebene der Aktionäre.[85]

3. Instrumente zur Risikoverteilung

In Situationen, in denen Bewertungsdifferenzen auf unterschiedlichen Risikoeinschätzungen beruhen, können diese Differenzen durch eine vertragliche Risikoallokation zumindest teilweise überbrückt werden. In der Praxis erfolgt dies typischerweise durch die Vereinbarung von:

- Zusicherungen und Gewährleistungen (Representations & Warranties)
- Indemnities
- Vollzugsbedingungen, wie etwa No-MAC-Klauseln[86]

Allen diesen Instrumenten ist gemeinsam, dass sie ausschliesslich bestehende Risiken, nicht jedoch zukünftige Ertragserwartungen adressieren, ihr Schutzumfang in der Praxis sowohl zeitlich als auch betragsmässig begrenzt ist und sie den Käufer dem Insolvenzrisiko des Verkäufers aussetzen. Entsprechend vermögen diese Instrumente effektive Bewertungsdifferenzen nur in seltenen Fällen effektiv zu überbrücken.

V. Würdigung und Fazit

Bewertungsdifferenzen und daraus resultierende unterschiedliche Kaufpreisvorstellungen führen nicht zwangsläufig zum Scheitern von Verhandlungen. In gewissem Umfang sind sie sogar üblich, da Verkäufer und Käufer den Unternehmenswert naturgemäss unterschiedlich einschätzen. Verkäufer orientieren sich eher an zukünftigen Ertragserwartungen, während Käufer in der Regel eine konservativere, risikobasierte Bewertung vornehmen.

Ob letztlich eine Einigung erzielt wird, hängt von zahlreichen Faktoren ab. Entscheidend sind insbesondere die Attraktivität des Zielunternehmens und die Branche, in welcher das Zielunternehmen aktiv ist, mögliche Synergieeffekte für den Käufer, sein Risikoappetit, das makroökonomische Umfeld, die

---

84 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 339; Schenker, Unternehmenskauf, 22 f.
85 Hinny, 261 ff.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 334 ff.
86 Zum Ganzen Tschäni/Wolf, 95 ff.; Schenker, Garantien, 66 ff.

Situation am Finanzierungsmarkt und insbesondere auch der «Verkaufsdruck» des Verkäufers.

Die vorgestellten Instrumente können dazu beitragen, Bewertungsdifferenzen zu überbrücken. Vollständig beseitigen lassen sich die Differenzen jedoch nicht – die Instrumente können diese lediglich für beide Parteien erträglicher gestalten. Ob der Einsatz eines der vorgestellten Instrumente sinnvoll ist, muss im Einzelfall abgewogen werden und die Parteien müssen sich bewusst sein, dass die Instrumente ein erhebliches Konfliktpotenzial bergen und/oder dazu führen können, dass der Verkäufer keinen «Clean Exit» erzielt und Verkäufer und Käufer auch nach Abschluss der Transaktion zumindest für eine gewisse Zeit verbunden bleiben.

Literaturverzeichnis

Arpagaus Reto, in: Jörg S. Florian/Gnos P. Urs/Olgiati Lorenzo (Hrsg.), Handbücher für die Anwaltspraxis: Mergers & Acquisitions, Basel 2022.

Barthold Beat M./Schilter Irène, Art. 135, in: Sethe Rolf/Favre Olivier/Hess Martin/Kramer Stefan/Schott Ansgar (Hrsg.), SK, Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, Zürich 2017, Rz. 99 ff.

Baumgartner Loris/Strittmatter Benedikt, Insiderhandel und Aktienrückkäufe, Eine Auseinandersetzung über Strafrecht, Kausalität und die Safe Harbour-Regelung nach Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV, GesKR 2/2025, 237 ff.

Boemle Max/Stolz Carsten, Unternehmensfinanzierung, Langfristige Fremdfinanzierung, Besondere Finanzierungsanlässe, Unternehmensbewertung, Band 2, 14. Aufl., Zürich 2012.

Bucher Markus/Schwendener Patrick, Die Bewertung von Familienunternehmen, Neben Bewertungsmethoden spielen weitere Faktoren eine massgebliche Rolle, in: ST 5/2007, 340 ff.

Bühler Christoph/Häring Daniel, Die selbstgeschaffene Insiderinformation, Transaktionen aufgrund eigener Planung im Lichte des Insiderhandels, GesKR 4/2009, 453 ff.

Cagienard Mark/Jenny Daniel, Steuerfreier privater Kapitalgewinn: Tragweite und Grenzen der wirtschaftlichen Betrachtungsweise, GesKR 3/2015, 438 ff.

Cerutti Romeo/Rohner Urs, Ausgewählte Rechtsfragen beim Erwerb von Banken in der Schweiz, in: Oertle Matthias/Wolf Matthias/Breitenstein Stefan/Diem Hans-Jakob (Hrsg.), M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber Amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich 2010, 37 ff.

Fehr Benjamin/Benkert Stefan/Poggensee Ruben, Earn-Out: Erfolgsorientierter Kaufpreis, Wahl der Kennzahl und Minimierung des Manipulationsrisikos als bestimmende Faktoren, in: EF 10/2015, 798 ff.

Fischer Alexander/Kälin Daniel, Earn-Out Bestimmungen: Käufer- und Verkäuferperspektive in der Vertragsgestaltung, in: Jusletter vom 15. Mai 2017.

Gaberthüel Tino, Auswirkungen der Finanzkrise auf M&A-Transaktionen im Bankensektor, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich 2015.

Gaberthüel Tino/Hächler Till, Ausgewählte Besonderheiten bei M&A Transaktionen durch Private Equity Funds, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten, 9. Tagung zu Private Equity, Tagungsband 2024, Zürich 2024, 9 ff.

Gerhard Frank/Hasler Daniel, Fallstricke bei Carve-Out Transaktionen, GesKR 2/2014, 221 ff.

Gerhard Frank/Humbel Claude, Cornerstone Investors in IPOs, GesKR 3/2018, 257 ff.

Gericke Dieter/Isler Vanessa, Rückkauf eigener Aktien im regulatorischen Dickicht, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen IX, Zürich 2014.

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

Hanslin Marc/Hoch Classen/Hotz Basil/Maurenbrecher Benedikt, Art. 142 f., in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz / Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 46 und 50.

Häusermann Daniel, Relationship Agreements zwischen Vertragsfreiheit und zwingendem Aktienrecht, in: SZW/RSDA 03/2022, 241 ff.

Helbling Carl, 25 Grundsätze für die Unternehmensbewertung, Die wichtigsten unbestrittenen Grundsätze aus der Praxis der Unternehmensbewertung, in: ST 9/2002, 735 ff.

Hinny Pascal, Steuerfolgen Unternehmenskauf und –verkauf, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVI, Zürich 2014, 257 ff.

Hofstetter Karl/Schilter-Heuberger Evelyn/Brönnimann Thomas, Art. 135, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz / Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 75.

Hösly Balz/Zellweger-Ferhat Nadira, Rz. 50 ff., in: Abt Daniel/Weibel Thomas (Hrsg.), Praxiskommentar Erbrecht, 5. Aufl., Basel 2023.

Hünerwadel Patrick/Tranchet Marcel, Akquisitionsfinanzierung, Finanzierung als Erfolgsfaktor bei Akquisitionen, in: Oertle Matthias/Wolf Matthias/Breitenstein Stefan/Diem Hans-Jakob (Hrsg.), M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber Amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich 2010, 361 ff.

Käch Alice, Der Wert eines Familienunternehmens und seine Nachfolgeplanung, in: Vassella Juana/Morand Anne-Sophie (Hrsg.), Werte im Recht – das Recht als Wert, Junge Rechtswissenschaft Luzern, 183 ff.

Kirman Igor/Goldfeld Victor, Contingent Value Rights (CVRs), Practical Law, 1 ff.

Koller Alfred, Art. 184, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I (Art. 1 – 529), 7. Aufl., Basel 2020, Rz. 42.

Krämer Janine, Der Insidertatbestand unter besonderer Berücksichtigung der Ausnahmebestimmungen, Diss. Zürich, Zürich/St.Gallen 2019.

Kustner Clemens/Kalis David, Verkäuferdarlehen bei M&A-Transaktionen, Instrument zur Überbrückung divergierender Interessen von Verkäufer und Käufer in einem M&A-Prozess, in: ST 11/2003, 989 ff.

Langenegger Rolf, Unternehmensbewertung, in: Dürr David/Lardi Mauro (Hrsg.), Unternehmensnachfolge, Interdisziplinäres Handbuch zur Nachfolgeregelung, Zürich/St. Gallen 2014, 135 ff.

Lüthy Roland/Schären Simon, Neuerungen im Kapitalmarktstrafrecht, in: AJP/PJA 4/2012, 499 ff.

Maurenbrecher Benedikt/Schärer Heinz, Art. 312, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I (Art. 1 – 529), 7. Aufl., Basel 2020, Rz. 1 ff. und 24.

Meier-Mazzucato Giorgio/Ricklin Daniela, Earn-Out mit Bewertungs- und Finanzierungsfunktion als porbate Methode bei der Unternehmensnachfolge, in: TREX 5/2014, 286 ff.

Meyer Conrad/Hüppin Ursina, EARNOUTS, Eine Analyse zum Einsatz und der Ausgestaltung von variablen Kaufpreisanpassungen in Kontinentaleuropa, in: EF 2/2017, 24 ff.

Reich Markus/Helbling Andreas/Duss Fabian, Art. 20a, in: Zweifel Martin/Beusch Michael (Hrsg.), DBG Kommentar, 4. Aufl., Basel 2022, Rz. 42a.

Schenker Urs, Unternehmenskauf, Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016 (zit. Schenker, Unternehmenskauf).

Schenker Urs, Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in: Oertle Matthias/Wolf Matthias/Breitenstein Stefan/Diem Hans-Jakob (Hrsg.), M&A, Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber Amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich 2010 (zit. Schenker, Garantien), 65 ff.

Schroeter Ulrich G, Art. 75, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht I (Art. 1 – 529), 7. Aufl., Basel 2020, Rz. 16.

Sethe Rolf/Fahrländer Olivier, Art. 154, in: Sethe Rolf/Favre Olivier/Hess Martin/Kramer Stefan/Schott Ansgar (Hrsg.), SK, Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, Zürich 2017, Rz. 135 ff. und 143.

Sonderegger Pepe, Bewertungen von Unternehmen, in: Die Praxis des Familienrechts 4/2022, 919 ff.

Superina Marco/Bolinger Brice/Karg Thomas, M&A im Spannungsfeld von COVID-19, in: Diem Hans-Jakon (Hrsg.), Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis, 23. Konferenz zu Mergers & Acquisitions, Tagungsband 2020, Zürich 2022, 193 ff.

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

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. Aufl., Zürich 2021.

Tschäni Rudolf/Iffland Jacques, Ausarbeitung eines öffentlichen Übernahmeangebotes, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, 121 ff.

Tschäni Rudolf/Iffland Jacques/Diem Hans-Jakob, Art. 127, in: Watter Rolf/Bahar Rashid (Hrsg.), Basler Kommentar, Finanzmarktaufsichtsgesetz / Finanzmarktinfrastrukturgesetz, 3. Aufl., Basel 2019, Rz. 15 ff.

Tschäni Rudolf/Wolf Matthias, Vertragliche Gewährleistung und Garantien – Typische Vertragsklauseln, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, 93 ff.

Vischer Markus, Earn out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen, in: SJZ 98/2002, 509 ff.

Von Werra Alex, Conception et valorisation de l'earnout dans le cadre de transactions M&A – Aperçu d'une technique de structuration du prix de cession (1re partie), ST 6-7/2014, 565 ff.

Wagner Partin Sarah/Flanagan Sharon/Brown Hannah, Anatomy of a CVR: A Primer on the Key Components and Trends of CVRs in Life Sciences Public M&A Deals vom 19. Mai 2023, <https://www.sidley.com/-/media/publications/anatomy-of-a-cvr-a-primer-on-the-key-components-and-trends-of-cvrs-in-life-sciences-public-ma-deals.pdf?la=en&rev=849ca264e438474cb90d2c901a4b357e>.

Wallace Louise/Bruhns Malte, CMS European M&A Study 2025, 17. Aufl.

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

Watter Rolf/Gstoehl Matthias, Preisanpassungsklauseln, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004.

Watter Rolf/Schweighofer Florian, DSM-Firmenich, Ein Merger of Equals zwischen Gesellschaften mit grundverschiedenen Aktionariatsstrukturen, GesKR 2/2023, 226 ff.

Weibel Stephan, Financial Assistance bei LBO Transaktionen, Eine Gläubigerschutzanalyse unter Berücksichtigung postakquisitorischer Umstrukturierungen, Diss. Zürich 2013.

Werder Manuel/Weber Philippe/Boëffard Morgan/Sidler Marco, Earn-Out, Milestones und weitere aufgeschobene Kaufpreiszahlungen, in: Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias (Hrsg.), M&A unter geänderten Vorzeichen, 26. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions, Tagungsband 2023, Zürich 2024, 181 ff.

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

Zürcher Wolfgang/Speck Beat, in: Jörg S. Florian/Gnos P. Urs/Olgiati Lorenzo (Hrsg.), Handbücher für die Anwaltspraxis: Mergers & Acquisitions, Basel 2022.

Zürcher Wolfgang, Käuferfreundliche vs. Verkäuferfreundliche Vertragsklauseln, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IX, Zürich 2007, 143 ff.