

Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 160

**Mergers & Acquisitions XVII**

Herausgeber: Rudolf Tschäni

---

Internationaler Vergleich  
typischer Klauseln  
aus M&A-Verträgen

---

Oliver Blum

Schulthess §



# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

---

Herausgeber:  
Rudolf Tschäni

## Mergers & Acquisitions XVII

Schulthess § 2015

---

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2015  
ISBN 978-3-7255-7258-8

[www.schulthess.com](http://www.schulthess.com)

# Inhaltsübersicht

<b>Joint Offers und die Abreden zwischen den Anbietern</b>	7
<i>Prof. Dr. Rolf Watter, Rechtsanwalt, Bär &amp; Karrer AG, Zürich, Titularprofessor für Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, und Dr. Mariel Hoch, Rechtsanwältin, Bär &amp; Karrer AG, Zürich</i>	
<b>Opting Out</b>	33
<i>Prof. Dr. Luc Thévenoz, Ordinarius für Obligationen-, Banken- und Finanzmarktrecht an der Universität Genf, Direktor des Zentrums für Bank- und Finanzrecht, Präsident der Übernahmekommission, und Dr. Lukas Roos, Rechtsanwalt, Rechtskonsulent bei der Übernahmekommission</i>	
<b>Öffentliche Tauschangebote</b>	53
<i>Dr. Rudolf Tschäni, Rechtsanwalt, Lenz &amp; Staehelin, Zürich</i>	
<b>Loyalitätsaktien – Postulat oder Rechtswirklichkeit?</b>	139
<i>Dr. Daniel Daeniker, Rechtsanwalt, Homburger AG, Zürich, Lehrbeauftragter an der Universität Zürich</i>	
<b>Grenzüberschreitende Transaktionen – eine Bestandsaufnahme</b>	171
<i>Dr. Marco Superina, Managing Director, Credit Suisse AG, Zürich</i>	
<b>Auswirkungen der Finanzkrise auf M&amp;A-Transaktionen im Bankensektor</b>	187
<i>Tino Gaberthüel, Rechtsanwalt, Lenz &amp; Staehelin, Zürich</i>	
<b>Internationaler Vergleich typischer Klauseln aus M&amp;A-Verträgen</b>	227
<i>Oliver Blum, Rechtsanwalt, CMS von Erlach Poncet AG, Zürich</i>	
<b>Unternehmensverkäufe unter dem neuen Sanierungsrecht</b>	257
<i>PD Dr. Urs Schenker, Rechtsanwalt, Baker &amp; McKenzie, Zürich, Privatdozent an der Universität St.Gallen</i>	

# Internationaler Vergleich typischer Klauseln aus M&A-Verträgen

Oliver Blum

## Inhalt

I.	Einleitung .....	227
II.	Auswertung ausgewählter Klauseln .....	228
1.	Kaufpreisanpassung .....	228
2.	Earn-out .....	232
3.	Quantitative Haftungsbeschränkungen .....	237
a)	De minimis .....	237
b)	Basket .....	238
c)	Haftungsobergrenze (cap) .....	240
4.	Haftungsbeschränkung in zeitlicher Hinsicht .....	242
5.	Ausschluss von Gewährleistungsansprüchen durch Kenntnis des Käufers .....	245
a)	DACH-Region .....	245
b)	USA .....	248
6.	MAC-Klauseln .....	251

## I. Einleitung

Die international tätige Rechtsberatungsorganisation des Autors wertet seit 2007 jedes Jahr in einer Studie sämtliche „privaten“<sup>1</sup> M&A-Transaktionen aus, in welchen ihre Anwälte entweder den Käufer oder den Verkäufer vertreten haben. Dabei werden sowohl Aktienverkäufe (*share deals*) als auch Verträge über den Verkauf von Aktiven und Passiven (*asset deals*) erfasst, nicht aber reine Grundstückstransaktionen oder konzerninterne Übertragungen. Geographisch sind sämtliche europäischen Jurisdiktionen abge-

---

<sup>1</sup> D.h. bezüglich Zielgesellschaften, deren Aktien nicht börsennotiert sind.

deckt, mit Ausnahme von Skandinavien und Griechenland. Seit 2007 wurden über 2'000 Transaktionen ausgewertet, Gegenstand der Studie für das Jahr 2013 bilden 344 M&A-Verträge.

Die vorliegenden Ausführungen konzentrieren sich auf Daten aus den *deutschsprachigen Ländern* („DACH-Region“). Zusätzlich werden, wo relevant, die Ergebnisse einer vergleichbaren Studie der American Bar Association<sup>2</sup> zu Vergleichszwecken beigezogen.

Ziel dieser Studien ist es, die statistische Häufigkeit der verschiedenen denkbaren Spielarten typischer M&A-Klauseln zu eruieren<sup>3</sup>, wobei Ziel selbstverständlich nicht ist, absolute Wahrheiten (im Sinne von: „*der einzig richtige cap liegt bei 17.8% des Kaufpreises*“) zu ermitteln, sondern vielmehr eine objektivierte Grundlage für die von Anwälten in Vertragsverhandlungen gerne angeführte „Markttüblichkeit“ zu schaffen und dem beratenden Juristen ein Instrument zu geben, um subjektive Erwartungshaltungen bei der Gegenpartei und beim eigenen Klienten besser zu managen.

Der Vergleich der Studienergebnisse über verschiedene Jahre hinweg erlaubt schliesslich auch Trendaussagen, welche aber nicht Gegenstand der vorliegenden Publikation bilden.

## II. Auswertung ausgewählter Klauseln

### 1. Kaufpreisanpassung

Der klassische Kaufpreisbestimmungsmechanismus bestand lange – zumindest ab einer gewissen Transaktionsgrösse – darin, bei Vertragsunterzeichnung zunächst einen bestimmten Unternehmenswert (*enterprise value*) zu vereinbaren, und diesen dann zwecks Ermittlung des endgültigen Kaufprei-

---

<sup>2</sup> 2013 Private Target Mergers & Acquisitions Deal Points Study der American Bar Association, Business Law Section. Diese Studie wertet 136 Transaktionen aus, welche im Jahr 2012 vollzogen wurden (die ABA-Studie erscheint nur alle zwei Jahre).

<sup>3</sup> Bsp.: In wie vielen Transaktionen wird ein *earn-out* vereinbart? Wie viele Transaktionen sehen eine Haftungsobergrenze von weniger als 10% des Kaufpreises vor?

ses (*equity value*) um den Betrag bestimmter Bilanzpositionen<sup>4</sup> am Vollzugsdatum zu bereinigen<sup>5</sup> – dies mit dem Ziel, in der Angebotsphase eine „finanzierungsneutrale“ Bewertung des Zielunternehmens abzubilden<sup>6</sup>. Zu diesem Zweck wird vereinbart, dass eine der Parteien (üblicherweise der Käufer) nach dem Vollzug einen Zwischenabschluss der Zielgesellschaft per Vollzugsdatum erstellen soll; können sich die Parteien nicht innert bestimmter Frist auf die Werte dieses *closing balance sheet* einigen, so wird es definitiv durch einen unabhängigen Experten festgelegt.

Dieser Transaktionsmechanismus stellt allerdings den Verkäufer vor das Problem, dass er, je nach Verfahrensverlauf, oft erst Wochen oder sogar Monate nach dem Vollzug weiss, wie viel er effektiv als Kaufpreis erhält, und dies als Ergebnis eines Prozesses, der üblicherweise vom Käufer kontrolliert wird. Zudem verunmöglicht diese Vertragsvariante den zuverlässigen Vergleich der Angebote verschiedener Kaufinteressenten<sup>7</sup>.

Es erstaunt deshalb nicht, dass auf dem Höhepunkt des ausgeprägten Verkäufermarktes Mitte des letzten Jahrzehnts alternative Kaufpreisbestimmungsmechanismen eine Hochblüte erlebten, bei welchen der Kaufpreis bereits im Vertrag *fix vereinbart* wird und (negative) Preisanpassungen nur noch dann möglich sind, wenn der Verkäufer bestimmte vertragliche Pflich-

---

<sup>4</sup> Meistens Barmittel (Addition) und Verbindlichkeiten mit Finanzierungscharakter (Subtraktion), oft kombiniert mit Abzug bzw. Addition der Abweichung von einem vordefinierten Nettoumlaufvermögen (*target net working capital*).

<sup>5</sup> Sog. *post-closing purchase price adjustment*.

<sup>6</sup> TSCHÄNI RUDOLF/DIEM HANS-JAKOB/WOLF MATTHIAS, M&A Transaktionen nach Schweizer Recht, 2. Aufl., Zürich 2013, 159.

<sup>7</sup> Theoretisch lassen sich natürlich auch die „finanzierungsneutralen“ *enterprise values* verschiedener Bieter miteinander vergleichen, praktisch aber wird ein erfahrener Käufer selbst bei noch so sorgfältiger Redaktion der vertraglichen Definitionen von „Cash“, „Debt“ und „Net Working Capital“ versuchen, in der Verhandlung der *equity bridge* (Überleitung vom *enterprise value* zum *equity value*) noch möglichst viel an Preisreduktion herauszuholen, und diese Verhandlung findet eben notwendigerweise erst nach Vertragsunterzeichnung statt, wenn der Verkäufer also den anderen Interessenten bereits eine Absage erteilt hat.

ten<sup>8</sup> verletzt<sup>9</sup>. Bekannt ist hier insbesondere die Spielart der *locked box*-Transaktion, in welcher der Kaufpreis gestützt auf einen Abschluss mit in der Vergangenheit liegendem Stichtag festgelegt wird, und der Vertrag ausdrücklich festhält, dass der Verkäufer bei der Zielgesellschaft keine ausserordentlichen Mittelabflüsse oder neuen Verbindlichkeiten mehr zulassen darf (*no leakage*), bzw. die noch zulässigen Verminderungen des Eigenkapitals genau definiert werden (*permitted leakage*)<sup>10</sup>. Es gibt aber – und gab es schon vor Aufkommen von *post-closing purchase price adjustment* und *locked box* – auch Varianten, in denen ein fester Kaufpreis vereinbart wird, *ohne* dass die spezifischen *locked box*-Mechanismen zur Anwendung kommen, wo der Käufer sich also auf die ohnehin üblichen Vertragsklauseln zum Eigenkapitalschutz<sup>11</sup> verlässt. In der letzteren Variante (fixer Kaufpreis ohne *locked box*-Mechanismus) ist es aus Käufersicht allerdings notwendig, die üblichen Vertragsklauseln so anzupassen, dass der Käufer für die *gesamte* Zeit zwischen letztem, kaufpreisrelevantem Bilanzstichtag und Vollzug ausreichend und vollumfänglich geschützt ist<sup>12</sup>.

Die folgende Grafik zeigt, dass 2013 in den deutschsprachigen Ländern eine knappe Mehrheit der untersuchten Transaktionen ohne Kaufpreisanpassungsmechanismus auskam und davon fast die Hälfte nach dem *locked box*-Prinzip funktionierte:

---

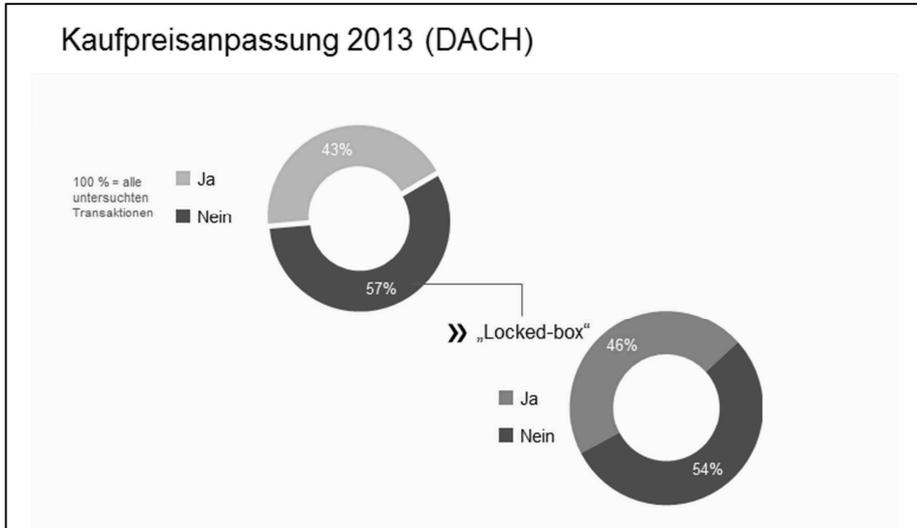
<sup>8</sup> Führung des Geschäfts „*in the ordinary course*“; Unterlassen von formellen oder verdeckten Gewinnentnahmen.

<sup>9</sup> Juristisch qualifiziert dies dann allerdings nicht als Preisanpassung, sondern als *Schadenersatzpflicht* des Verkäufers.

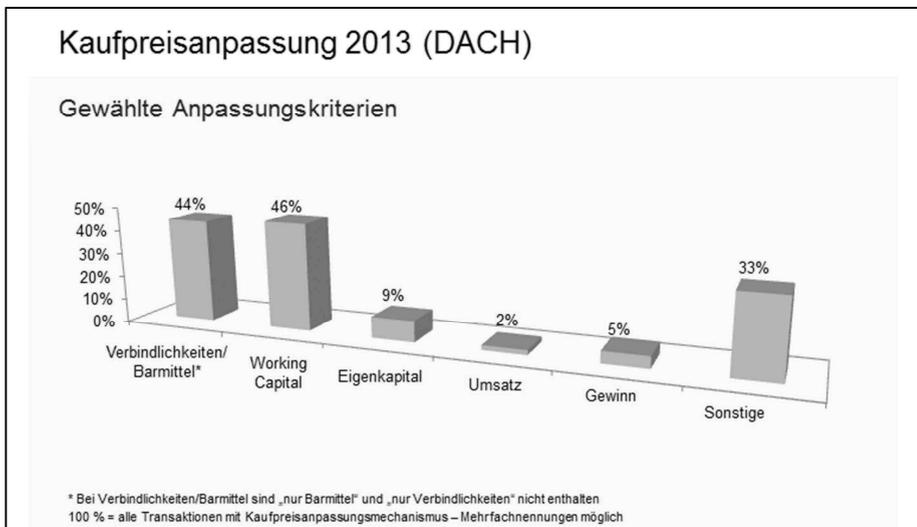
<sup>10</sup> Dazu ausführlich DIEM HANS-JAKOB/ERNI STEPHAN, „Locked Box“ beim Unternehmenskauf, GesKR 3/2010, 354 ff.

<sup>11</sup> Insb. Verpflichtung des Käufers, die Geschäfte des Zielunternehmens zwischen Vertragsunterzeichnung und Vollzug im normalen, bisherigen Rahmen zu führen und Zusicherung, dass seit dem letzten Bilanzstichtag keine ausserordentlichen Veränderungen eingetreten und keine Gewinnausschüttungen erfolgt sind.

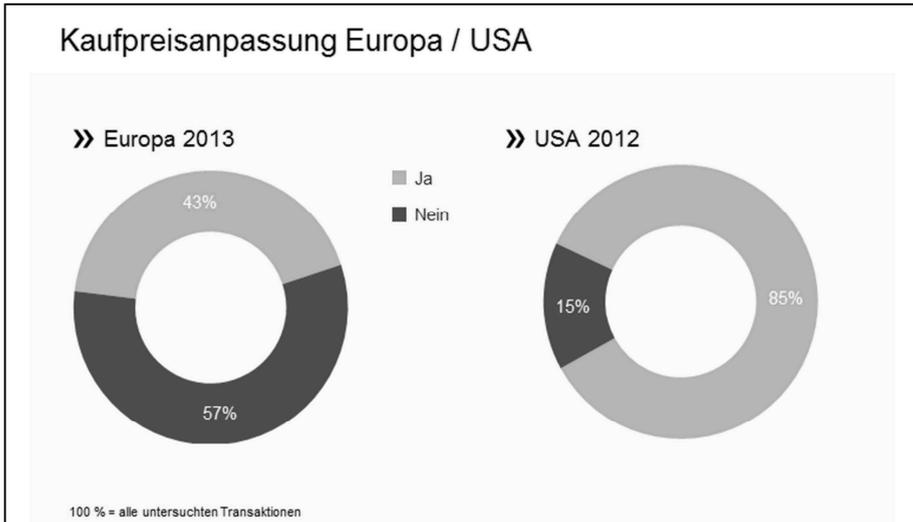
<sup>12</sup> Insb. ist zu berücksichtigen, dass die Verpflichtung zum „*conduct in the ordinary course of business*“ üblicherweise nur für den Zeitraum zwischen *Vertragsunterzeichnung* und Vollzug gilt, und die entsprechende Zusicherung zwar die gesamte Zeit zwischen letztem Bilanzstichtag und Vollzug abdeckt, aber ihre Wirksamkeit normalerweise durch diverse Haftungsbeschränkungsklauseln (dazu unten, II.3) und eine relativ kurze Verjährungs- bzw. Verwirkungsfrist (dazu unten, II.4) limitiert ist.



Das nachstehende Diagramm zeigt die Häufigkeit der üblicherweise gewählten Anpassungskriterien in den Transaktionen mit *post-closing purchase price adjustment*:



Der Vergleich mit den US-Daten (für 2012) zeigt schliesslich, dass die Kaufpreisanpassung per Vollzugsdatum in den USA wesentlich populärer ist als in Europa und der fixe Kaufpreis von den Marktteilnehmern kaum favorisiert wird:

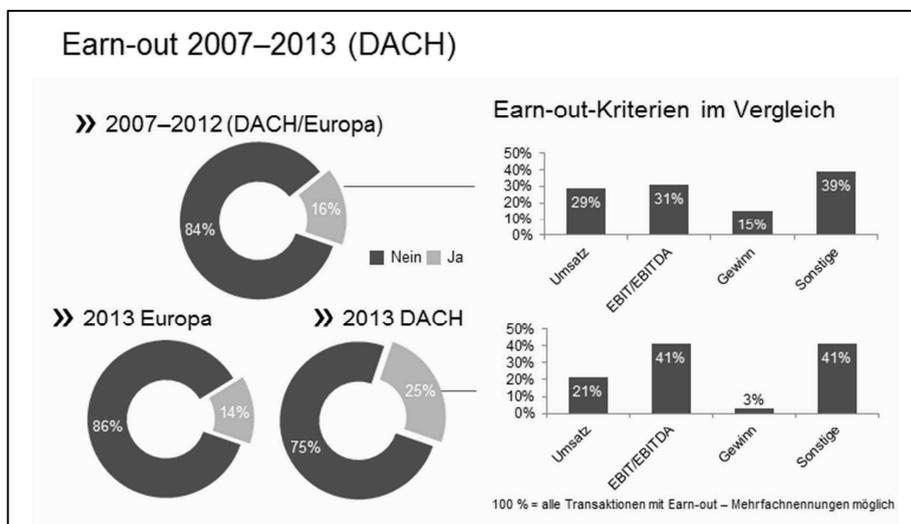


## 2. Earn-out

Beim *earn-out* handelt es sich um einen (oft zusätzlich zum *post-closing adjustment* vereinbarten) Kaufpreisanpassungsmechanismus, welcher sich nicht auf das Vollzugsdatum, sondern auf *eine bestimmte Zeitperiode danach* bezieht. Basierend auf der Entwicklung bestimmter Kennzahlen (meistens in der Gewinn- und Verlustrechnung des Zielunternehmens) soll der Verkäufer am Erfolg des verkauften Unternehmens auch nach dem Vollzug partizipieren, was es insbesondere ermöglicht, die Lücke zwischen zu stark divergierenden Preisvorstellungen auf den beiden Seiten des Verhandlungstisches zu schliessen. Daneben sind *earn-out*-Klauseln auch oft als Inzentivierungsinstrument v.a. in personenbezogenen Branchen anzutreffen, wenn der Verkäu-

fer als „owner-manager“ sich verpflichtet, nach dem Vollzug noch eine begrenzte Zeit in einer Führungsposition im Unternehmen zu verbleiben<sup>13, 14</sup>.

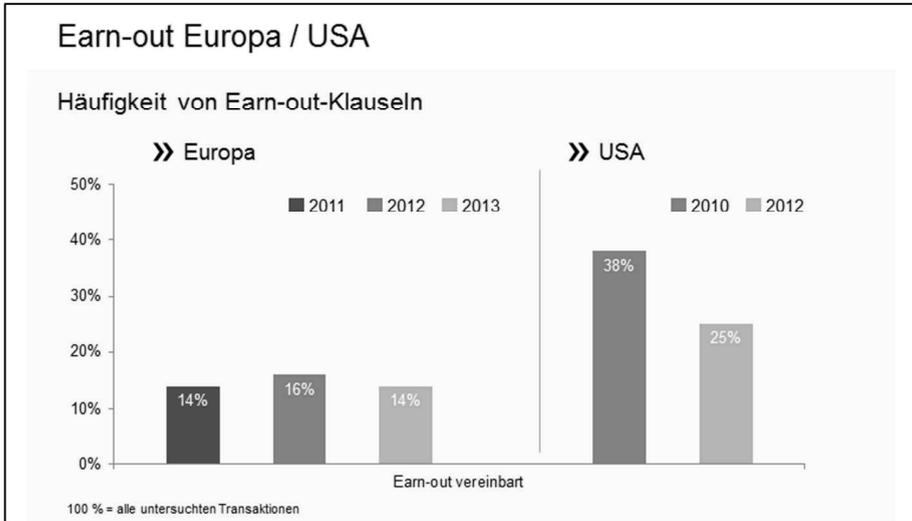
Verträge mit *earn-out*-Klauseln machen sowohl in Europa als auch in der DACH-Region einen kleinen, aber konstanten Anteil am Gesamtmarkt aus, wobei sie zumindest in den deutschsprachigen Ländern im letzten Jahr einen kleinen Aufschwung erfahren haben:



In den USA ist die Häufigkeit heute derjenigen im deutschsprachigen Raum vergleichbar; im Jahre 2010, auf dem Höhepunkt der Finanzkrise, gab es noch wesentlich mehr solche Transaktionen, was wohl vor allem mit dem damaligen dramatischen *Auseinanderklaffen von Kaufpreisvorstellungen* bei Käufern und Verkäufern zu tun hatte:

<sup>13</sup> TSCHÄNI/DIEM/WOLF (FN 6), 157 f.

<sup>14</sup> Vgl. zum Ganzen VISCHER MARKUS, Earn out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen, SJZ 98 (2002), 509 ff.



Als typische Kriterien für die Berechnung des *earn-out* bieten sich Umsatz, Betriebsgewinn (EBITDA) und Reingewinn an<sup>15</sup>, es können aber selbstverständlich auch beliebig unternehmensspezifische Anknüpfungspunkte vereinbart werden, solange diese nur objektiv quantifizierbar sind<sup>16</sup>. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Anknüpfung umso *verkäuferfreundlicher* ist, je „höher“ sie in der Gewinn- und Verlustrechnung vorgenommen wird, da ein Unternehmen gute Umsätze ausweisen und trotzdem unter dem Strich Verluste generieren kann, und umgekehrt die Zahlung einer zusätzlichen Kaufpreiskomponente für den Käufer sicher leichter verdaulich ist, wenn das Unternehmen auch tatsächlich profitabel agiert, allerdings die Ansiedlung des Anknüpfungspunktes näher beim Reingewinn dem Käufer auch mehr Manipulationsmöglichkeiten eröffnet. Verträge mit *earn-out*-Mechanismus werden deshalb regelmässig einen vom Verkäufer geforderten und hart verhandelten Katalog von „*dos and don'ts*“ für das Zielunternehmen enthalten, welche aus Verkäufersicht sicherstellen sollen, dass die für den *earn-out*

<sup>15</sup> Vgl. Abbildung oben.

<sup>16</sup> Z.B. EBITDA-Beitrag aus einem bestimmten Geschäftsbereich oder Neuabschluss bzw. Nichtkündigung von bestimmten Verträgen.

relevanten Kennziffern sich möglichst ungehindert positiv entwickeln können<sup>17</sup>.

Ein solches *Korsett* von einschränkenden, auf die *Förderung einzelner Erfolgsrechnungspositionen* ausgerichteter Vorschriften kann allerdings für den Käufer sehr hinderlich und den Interessen seines Gesamtkonzerns (und u.U. sogar dem objektiv wohlverstandenen Gesamtinteresse des Zielunternehmens) abträglich sein und organisatorische oder rechtliche Umstrukturierungen<sup>18</sup> verunmöglichen oder zumindest stark erschweren, selbst wenn diese betriebswirtschaftlich durchaus sinnvoll wären. Dies würde eigentlich die Vereinbarung relativ kurzer für die Generierung des *earn-out* relevanter Zeitperioden nahelegen, was auch das Risiko rechtlicher Auseinandersetzungen in diesem Bereich verringern würde; wie die nachstehenden Schaubilder zeigen, sieht die Realität allerdings anders aus, in der DACH-Region, in Gesamteuropa und in den USA gleichermaßen werden in gut einem Drittel der Verträge mit *earn-out*-Regelungen relevante Zeitperioden von *mehr als drei Jahren* vereinbart:

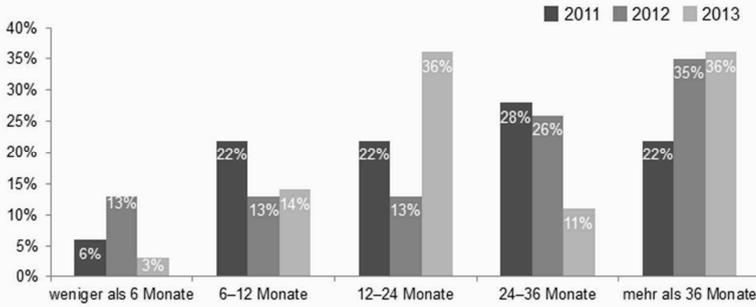
---

<sup>17</sup> Z.B. Pflicht, ein Mindestmass an Marketing- und anderen Personalressourcen aufrechtzuerhalten; Pflicht, bestimmte Produktlinien weiterzuführen und nicht in andere Konzerngesellschaften zu verlegen; Pflicht, die Produkte des Zielunternehmens in konzernweiten Katalogen zu bewerben; Verbot, bestehende oder potentielle neue Kunden zu anderen Konzerngesellschaften zu lenken; Vorschriften betreffend Höhe und Rhythmus von Investitionen.

<sup>18</sup> Z.B. Verlagerungen von Geschäftsbereichen innerhalb des Konzerns sowie Fusionen oder Abspaltungen.

### Earn-out 2011–2013 (DACH)

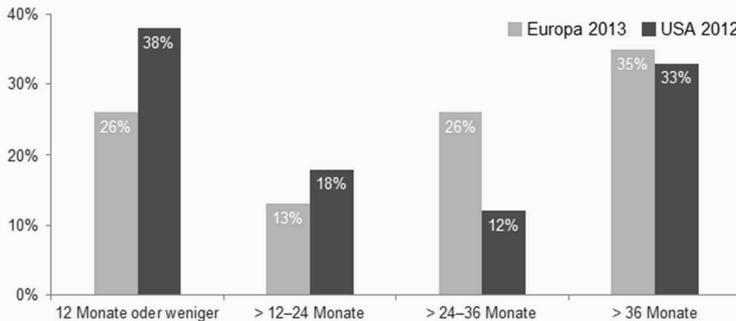
Entwicklung: Zeiträume für die Bewertung von Earn-outs



100 % = alle Transaktionen mit Earn-out-Klausel

### Earn-out DACH / USA

Zeiträume für die Bewertung von Earn-outs



Anmerkung zu den Ergebnissen der ABA-Studie: die Summe der Prozentsätze beträgt 101 % wegen Auf-/Abrundung

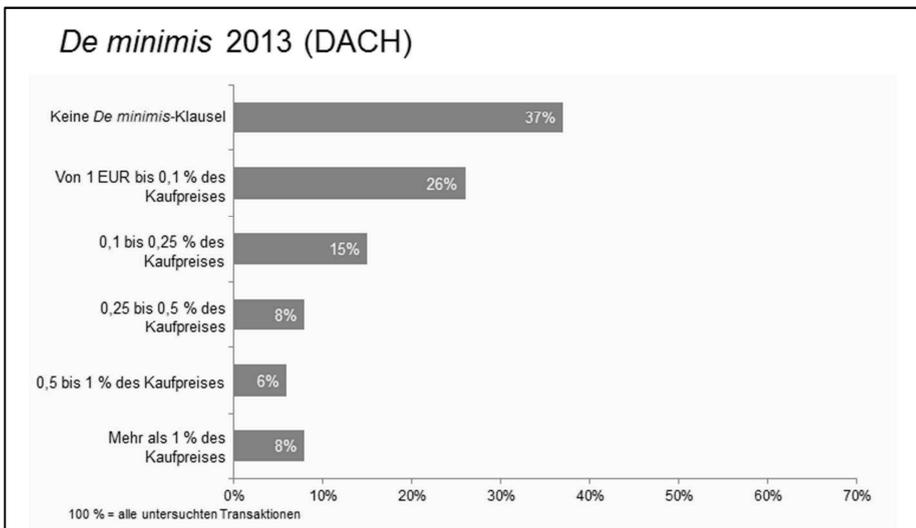
Dies dürfte dem Umstand geschuldet sein, dass die Unterschiede in den Preisvorstellungen von Käufer und Verkäufer, welche mit *earn-out*-Vereinbarungen oft überbrückt werden sollen, in den letzten Jahren noch so gross waren, dass das jeweilige Delta sich über einen kürzeren Zeitraum nicht sinnvoll staffeln liess. Ebenfalls eine Rolle spielen wird der Umstand, dass Käufer eher bereit sind, eine zusätzliche Kaufpreiskomponente zu bezahlen, wenn der zugrundeliegende Erfolg sich als nachhaltig erweist.

### 3. Quantitative Haftungsbeschränkungen

#### a) *De minimis*

Eine *de minimis*-Klausel sieht vor, dass der Käufer eine Schadenersatzforderung gegen den Verkäufer nur dann geltend machen kann, wenn deren Betrag eine bestimmte Höhe erreicht; damit sollen kostenintensive Auseinandersetzungen um Kleinigkeiten vermieden werden. Diese Regelung ist oft – aber keineswegs immer – auf Gewährleistungsforderungen beschränkt, wobei dann manchmal Forderungen aus der Verletzung bestimmter Zusicherungen<sup>19</sup> davon ausgenommen werden. Meist wird zudem vereinbart, dass die *de minimis*-Schwelle jedenfalls nicht für die *leakage*-Haftung im *locked box*-Vertrag<sup>20</sup> sowie für Schadloshaltungen aus *indemnity*-Abreden<sup>21</sup> gelten soll.

Die nachstehende Grafik zeigt die statistische Verteilung dieser Schwellenwerte auf verschiedene Bandbreiten, jeweils in Prozenten des Kaufpreises:



<sup>19</sup> Insb. betreffend Steuern.

<sup>20</sup> DIEM/ERNI (FN 10), 357; vgl. dazu II.1. oben.

<sup>21</sup> Dazu ausführlich BLUM OLIVER, Umgang mit identifizierten Risiken – Garantien und faktische Massnahmen, in: TSCHÄNI (Hrsg.), M&A XV, Zürich 2013, 203 ff. (nachfolgend zit.: BLUM, Risiken).

Bei der Frage nach dem „Marktüblichen“ sind solche Kategorisierungen in Relation zum Betrag des Kaufpreises allerdings mit Vorsicht zu geniessen: Zwar rechtfertigt sich eine höhere *de minimis*-Grenze in Transaktionen mit höheren Kaufpreisen bis zu einem gewissen Grad, aber letztendlich ist die Frage, ab welchem Betrag es sich lohnt, vor Gericht zu ziehen, wohl eher *in absoluten Werten* zu beantworten, und diesbezüglich wird üblicherweise ein hoher fünfstelliger oder niedriger sechsstelliger Betrag angemessen sein.

Darüber hinaus darf nicht vergessen werden, dass die Höhe der *de minimis*-Schwelle vom Richter auch als Auslegungshilfe herangezogen werden kann, wenn es um die Interpretation eines im Vertrag nicht quantifizierten Wesentlichkeitsvorbehalts (*materiality standard*) geht<sup>22</sup>.

Schliesslich ist zu berücksichtigen, dass eine *de minimis*-Vereinbarung eine *Freizeichnungsklausel* darstellt und deshalb im Bereich der Verletzung von Zusicherungen ungültig ist, wenn der Verkäufer dem Käufer den fraglichen Mangel arglistig verschwiegen hat<sup>23</sup>; wenn und soweit die Parteien die Anwendbarkeit der *de minimis*-Schwelle auch auf andere Käuferansprüche vereinbaren, so gilt diesbezüglich hingegen Art. 100 Abs. 1 OR, wonach auch die Haftungsbefreiung schon für Grobfahrlässigkeit unzulässig ist.<sup>24</sup>

#### b) *Basket*

Der *basket* stellt eine weitere *verkäuferfreundliche* Schwellenregelung dar, welche bestimmt, dass der Käufer erst dann seine Forderungen geltend machen kann, wenn einer oder mehrere Schadensbeträge, welche die *de minimis*-Hürde überschreiten, zusammengezählt auch über dem *basket*-Wert zu liegen kommen. Die Ausführungen zum *de minimis* betreffend *ratio* der Re-

---

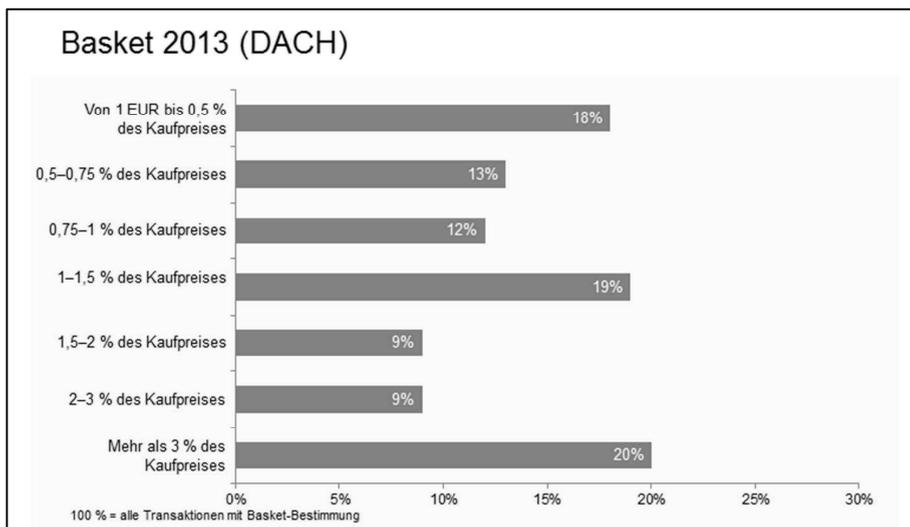
<sup>22</sup> TSCHÄNI RUDOLF/WOLF MATTHIAS, Vertragliche Gewährleistung und Garantien – Typische Vertragsklauseln, in: TSCHÄNI (Hrsg.), M&A VIII, Zürich 2006, 109.

<sup>23</sup> Art. 199 OR.

<sup>24</sup> Vgl. zum Ganzen BÖCKLI PETER, Gewährleistungen und Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in: TSCHÄNI (Hrsg.), M&A I, Zürich 1998, 98 ff. (zu *caps*, was aber sinngemäss auch für *de minimis*-Klauseln gelten muss); SCHENKER URS, Risikoallokation und Gewährleistung beim Unternehmenskauf, in: TSCHÄNI (Hrsg.), M&A VII, Zürich 2005, 282 (a.M. bezüglich eigentlicher Garantieabreden) (nachfolgend zit.: SCHENKER, Risikoallokation).

gelung, Anwendungsbereichen und Einschränkungen bezüglich der Wirksamkeit<sup>25</sup> gelten hier sinngemäss.

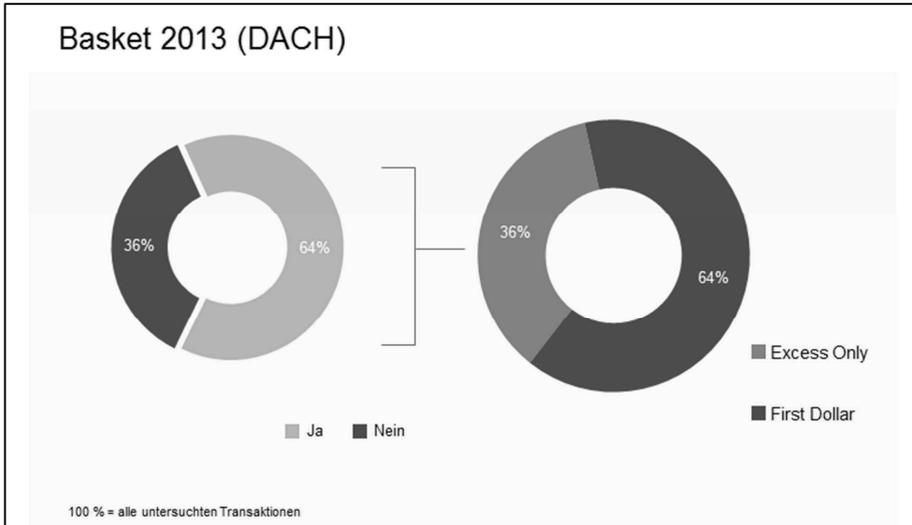
Nachstehend ist die Verteilung der *basket*-Schwellen auf verschiedene Bandbreiten dargestellt:



Natürlich ist auch hier wieder zu berücksichtigen, dass diese relativen Angaben bei sehr hohen oder sehr tiefen Transaktionswerten nicht einfach unbedenken übernommen werden können, da bei der Frage, ob ein Gang vor Gericht ökonomisch gerechtfertigt ist, die Parteien letztendlich auch in absoluten Zahlen denken werden.

Bei einer *basket*-Vereinbarung (und auch für eine bloss *de minimis*-Klausel ohne *basket*) ist schliesslich noch zu regeln, ob der Käufer bei Erreichen des Schwellenwertes den *gesamten* Schaden geltend machen kann („*first dollar*“), oder nur denjenigen Teil, welcher den Schwellenwert *überschreitet* („*excess only*“). Die folgende Grafik zeigt den Anteil der beiden Varianten an den Verträgen, welche eine *basket*-Klausel enthielten:

<sup>25</sup> Vgl. II.3.a) oben.



Wird *excess only* vereinbart, so ist wiederum zu beachten, dass dieser Freibetrag zugunsten des Verkäufers eine *Haftungsbeschränkung* darstellt, welche nach Art. 199 OR oder Art. 100 Abs. 1 OR<sup>26</sup> unwirksam sein kann<sup>27</sup>.

c) *Haftungsobergrenze (cap)*

Bei den quantitativen Haftungsbeschränkungen ist schliesslich noch der *cap* zu erwähnen, die Vereinbarung, dass der Verkäufer nur bis zu einer gewissen Höchstgrenze, oft ausgedrückt in Prozenten des Kaufpreises, haften soll. Auch hier finden sich verschiedene Varianten bezüglich der Reichweite dieser Haftungsbeschränkung, z.B. Geltung nur für Gewährleistungsforderungen, andererseits aber auch die Ausnahme der Haftung für gewisse Zusicherungen vom *cap*<sup>28</sup>. Manchmal werden auch für die Verletzung bestimmter besonders wichtiger Zusicherungen oder andere Forderungen<sup>29</sup> individuelle, höhere Obergrenzen vereinbart.

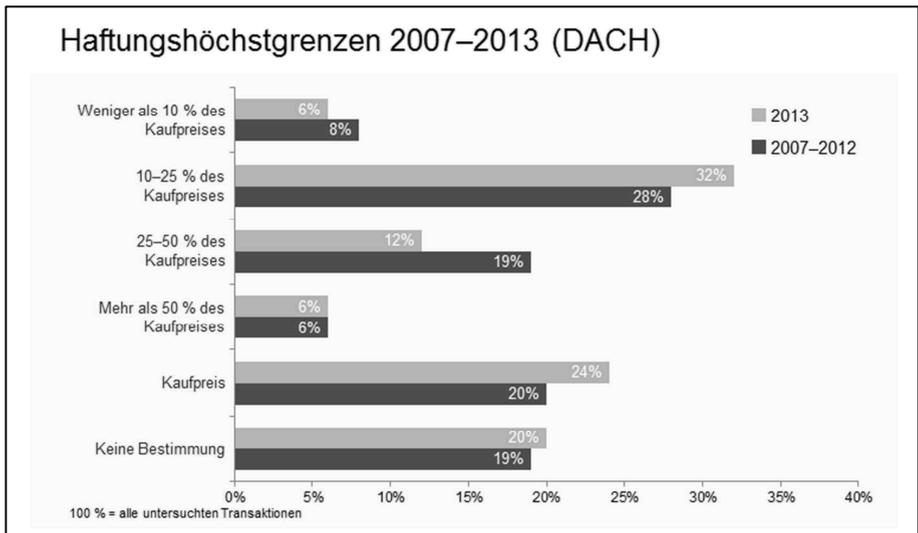
<sup>26</sup> Je nach Natur der betroffenen Forderung.

<sup>27</sup> Vgl. dazu II.3.a) oben.

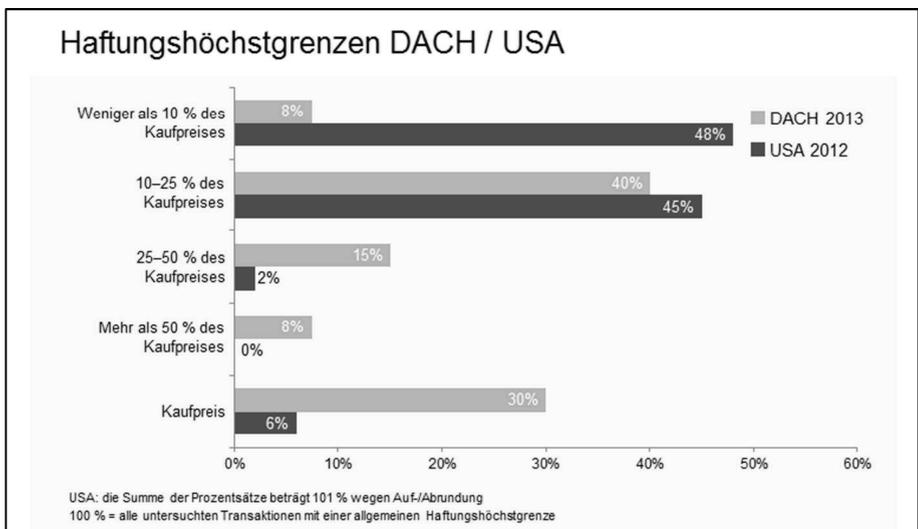
<sup>28</sup> Insb. Eigentum an den verkauften Aktien (*title*), Steuern und Umwelt.

<sup>29</sup> Insb. aus *indemnities*.

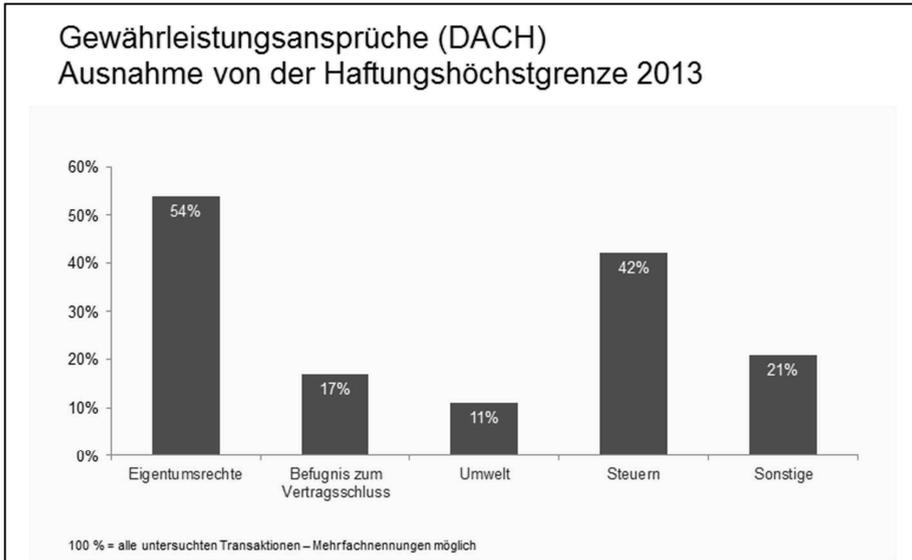
Aus der nachstehenden Grafik wird die Aufteilung der im Untersuchungszeitraum vereinbarten *caps* auf verschiedene Bandbreiten ersichtlich:



Ein Vergleich mit den Ergebnissen der US-Studie zeigt dabei, dass in den USA i.d.R. *deutlich tiefere* Haftungsobergrenzen vereinbart werden:



Schliesslich ist es, wie bereits erwähnt, üblich, gewisse Zusicherungen von der allgemeinen Haftungsobergrenze entweder ganz auszunehmen oder zumindest höhere individuelle *caps* für sie zu vereinbaren:



Auch beim *cap* sind natürlich Art. 199 OR und Art. 100 Abs. 1 OR zu berücksichtigen, wonach eine Haftungsbeschränkung unter bestimmten Umständen unwirksam ist; vgl. dazu ausführlich II.3.a) oben.

#### **4. Haftungsbeschränkung in zeitlicher Hinsicht**

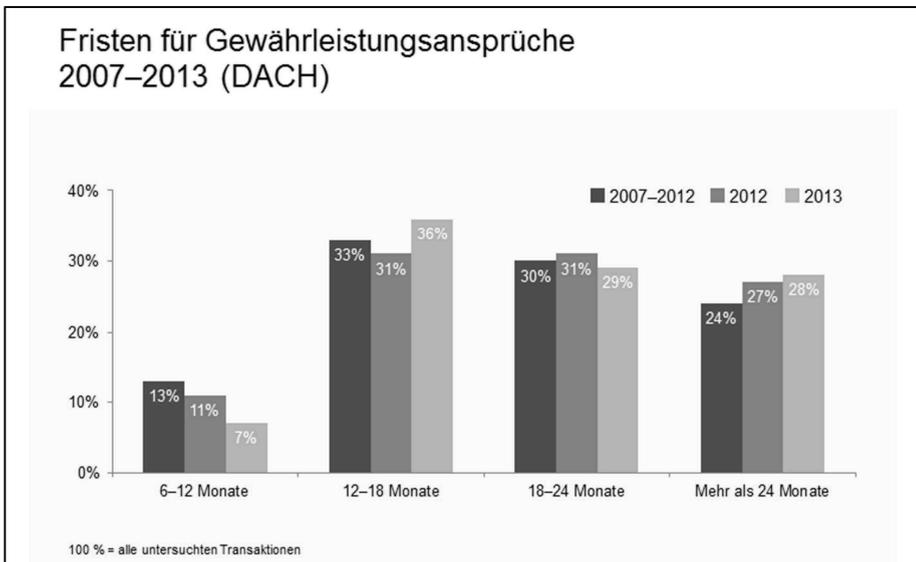
Die Parteien werden im M&A-Vertrag in der Regel auch für die zeitliche Geltung der Gewährleistungsansprüche des Käufers eine eigene, oft von der Gesetzesregelung abweichende Vereinbarung treffen. Für *andere* Ansprüche wird hingegen meistens (oft auch nur stillschweigend) die dispositive gesetzliche Frist<sup>30</sup> in Geltung belassen; allenfalls werden für *indemnity*-Forderungen

---

<sup>30</sup> In der Schweiz normalerweise zehn Jahre (Art. 127 OR).

gen<sup>31</sup> eigene Fristen vereinbart, welche normalerweise länger als die allgemeine, für Zusicherungen geltende Frist dauern.

Die statistische Auswertung zeigt, dass am weitesten häufigsten eine allgemeine Frist von *12 bis 24 Monaten* für die Geltendmachung von Gewährleistungsansprüchen vereinbart wird, dies üblicherweise mit der Begründung, dass der Käufer Gelegenheit haben solle, zwei Jahresabschlüsse des Zielunternehmens unter eigener Regie durchzuführen:



Auch hier finden sich oft individuell vereinbarte längere Fristen für besonders wichtige Zusicherungen, gleich wie bei der Ausnahme von der Haftungsobergrenze<sup>32</sup>.

Schliesslich ist es aus Verkäufersicht empfehlenswert, ausdrücklich festzuhalten, dass es sich bei diesen Fristen um *Verwirkungsfristen* handelt, und

<sup>31</sup> Vgl. BLUM, Risiken (FN 21), 203 ff.

<sup>32</sup> Siehe dazu II.3.c) oben.

nicht um blossе Verjährungsfristen, welche stillstehen oder unterbrochen werden können<sup>33</sup>.

Beim Ganzen darf man nicht vergessen, dass die Verjährungsfrist von Art. 127 OR nicht zum Voraus abgeändert und insb. *nicht verkürzt* werden darf<sup>34</sup>. Dies spielt keine Rolle für Gewährleistungsansprüche, da deren Verjährung ausserhalb des dritten Titels des Obligationenrechts geregelt ist, kann aber für Forderungen aus *indemnities* relevant sein. In diesem Zusammenhang ist nicht auf die Wortwahl und die redaktionelle Platzierung der fraglichen Klausel im Vertrag abzustellen, sondern auf die *Rechtsnatur* des entsprechenden Anspruchs: Verspricht der Verkäufer eine *gegenwärtig bestehende Eigenschaft* der Kaufsache, so gibt er eine *Zusicherung* ab, geht es hingegen um den Eintritt oder das Ausbleiben *zukünftiger Ereignisse*, welche über die vertragsgemässe Beschaffenheit der Kaufsache hinausgehen, so liegt eine *selbständige Garantie* nach Art. 111 OR vor<sup>35</sup>, die unabänderbar nach Art. 127 OR verjährt<sup>36</sup>. Dasselbe gilt natürlich für *selbständige vertragliche Verpflichtungen* des Verkäufers<sup>37</sup>.

Vor diesem Hintergrund scheint es empfehlenswert, *indemnities* so zu formulieren, dass sie sich auf gegenwärtige Eigenschaften des Unternehmens beziehen und nicht auf den Eintritt bzw. Nichteintritt zukünftiger Ereignisse<sup>38</sup>.

---

<sup>33</sup> Vgl. auch BÖCKLI (FN 24), 103.

<sup>34</sup> Art. 129 OR.

<sup>35</sup> BGE 122 III 428.

<sup>36</sup> ISLER PETER R., Verjährung und Verwirkung von Gewährleistungsansprüchen, in: TSCHÄNI (Hrsg.), M&A IX, Zürich 2007, 7 f. und 14; BENEDICK GILLES/VISCHER MARKUS, Vertragliche Modifikation der Verjährungsregeln im Gewährleistungsrecht beim Unternehmenskauf, Jusletter, 4. September 2006, N 70.

<sup>37</sup> Z.B. ein Wettbewerbsverbot.

<sup>38</sup> Bspl.: In Arbeitsverträgen findet sich oft die Bestimmung, in einem Kalenderjahr nicht bezogene Ferienansprüche verfielen, wenn sie nicht bis zu einem bestimmten Stichdatum im Folgejahr bezogen würden; eine solche Regelung ist unwirksam, vielmehr bleiben die Ferienansprüche zwingend während der fünfjährigen Verjährungsfrist von Art. 128 Ziff. 3 OR bestehen (BGE 130 III 25; STREIFF ULLIN/VON KAENEL ADRIAN/RUDOLPH ROGER, Arbeitsvertrag, 7. Aufl., Zürich 2012, Art. 329c OR, N 4; BGE 136 III 95). Entsprechend wird sich der Käufer in einer solchen Konstellation eine Schadloshaltung versprechen lassen wollen für den Fall, dass

## 5. Ausschluss von Gewährleistungsansprüchen durch Kenntnis des Käufers

### a) DACH-Region

Ein zentraler Schritt im modernen Transaktionsprozess ist regelmässig die *due diligence*-Prüfung durch den Kaufinteressenten<sup>39</sup>. Eine ebenso zentrale Frage im Transaktionsvertrag ist es sodann, ob und wie die zu diesem Zweck vom Verkäufer *offengelegten Unterlagen* sowie weitere dem Käufer zur Kenntnis gelangte Informationen über das Zielunternehmen die Haftung des Verkäufers für die Richtigkeit seiner Zusicherungen *ausschliessen*.

Die diesbezüglich massgebliche *gesetzliche Regelung* findet sich in Art. 200 OR, wonach der Verkäufer nicht für Mängel haftet, welche dem Käufer „zur Zeit des Kaufes“<sup>40</sup> bekannt waren; für Mängel, die der Käufer bei Anwendung gewöhnlicher Aufmerksamkeit hätte kennen *sollen*, haftet der Verkäufer nur dann, wenn er deren Nichtvorhandensein zugesichert hat<sup>41</sup>. Die heute übliche vertragliche Regelung ist verkäuferfreundlicher, indem sie die Haftung des Verkäufers generell für all jene Zusicherungen ausschliesst, deren Unrichtigkeit aus den offengelegten Informationen ersichtlich war<sup>42</sup>, m.a.W.

---

Arbeitnehmer der Zielgesellschaft nachträglich vermeintlich verfallene Ferienansprüche geltend machen, und der Verkäufer wird eine solche zwar gewähren wollen, aber nur für eine begrenzte Zeit von z.B. drei Jahren ab Vollzug. Im Lichte des Obigen ist es nun evtl. sinnvoll, die fragliche Vertragsklausel nicht auf allfällige zukünftige Anspruchserhebungen von Arbeitnehmern zu fokussieren, sondern eher als Zusicherung der korrekten *Nichtbilanzierung* der entsprechenden Verbindlichkeiten der Zielgesellschaft zu formulieren.

<sup>39</sup> Vgl. zur *due diligence* allgemein u.a. HÖHN JAKOB, Einführung in die rechtliche Due Diligence, Zürich 2003; SCHENKER URS, Due Diligence beim Unternehmenskauf, in: TSCHÄNI (Hrsg.), M&A III, Zürich 2001, 209 ff.; MEIER ERIC OLIVIER, Due Diligence bei Unternehmensübernahmen, SSHW 286 (2010), 77 ff.; BLUM OLIVER, Rechtliche Bedeutung der Due Diligence, in: TSCHÄNI (Hrsg.), M&A VIII, Zürich 2006, 175 ff. (nachfolgend zit.: BLUM, Due Diligence).

<sup>40</sup> Gemeint ist der Zeitpunkt des Vertragsabschlusses (BGE 117 II 262).

<sup>41</sup> Zum diesbezüglichen Sorgfaltsmassstab vgl. BLUM, Due Diligence (FN 39), 182 ff., m.w.H.; in den heutigen M&A-Verträgen wird meistens ein eigener, relativ hoher Sorgfältigkeitsstandard definiert.

<sup>42</sup> Dies führt zumindest in konsequent redigierten M&A-Verträgen zu der sprachlich etwas gewöhnungsbedürftigen, aber juristisch durchaus richtigen Darstellungswei-

die fahrlässige Unkenntnis von Mängeln dem Käufer auch bezüglich ausdrücklich zugesicherter Eigenschaften schadet. Die Statistik zeigt denn auch, dass die tatsächliche und meist auch die angenommene Kenntnis<sup>43</sup> des Käufers praktisch immer als haftungsausschliessend vereinbart werden.

Der diesbezügliche *Sorgfaltsmassstab* (also die Frage, ab wann Unkenntnis des Käufers fahrlässig ist), wird wie gesagt meistens im Transaktionsvertrag individuell vereinbart, etwa dahingehend, dass davon ausgegangen wird, dass der Käufer „gehörige Sorgfalt“ anwendet, oder mit dem ausdrücklichen Hinweis darauf, dass der Käufer in derselben Branche tätig ist wie die Zielgesellschaft (was vertiefte Kenntnisse der fraglichen Branche impliziert), oder dass die offengelegten Informationen aus sich heraus schlüssig den betreffenden Mangel beschreiben müssen (also ohne dass der Beizug weiterer, nicht offengelegter Unterlagen oder Erklärungen des Verkäufers nötig wären). In diesem Zusammenhang ist speziell zu beachten, dass bei der Beurteilung der Frage, ob der Käufer die „gehörige“ bzw. vereinbarte Sorgfalt auch tatsächlich hat walten lassen, dem Käufer das Wissen und Wissenmüssen der von ihm beigezogenen *Spezialisten* angerechnet wird<sup>44</sup>, und die *Erkennbarkeit* von Mängeln wird gestützt auf die Fähigkeiten dieser Spezialisten beurteilt<sup>45</sup>.

---

se, dass die Zusicherungen ohne jede Einschränkung abgegeben werden (z.B.: „Rechtsstreitigkeiten sind weder hängig noch schriftlich angedroht“), obwohl im Datenraum ohne weiteres ersichtlich ist, dass das so nicht stimmt (z.B.: Unterlagen über drei hängige Prozesse). Der deshalb von juristisch unerfahreneren Mitwirkenden oft vorgeschlagene Zusatz „*except as disclosed*“ zu bestimmten Zusicherungen ist dabei nicht nötig, da die Wirkung der Offenlegung generell-abstrakt in einer separaten Klausel geregelt wird. Ein solcher Zusatz ist auch *nicht empfehlenswert*, zumindest dann nicht, wenn er nur bei einzelnen Zusicherungen angebracht wird, da sich der Richter sonst fragen wird, ob das Fehlen dieses Zusatzes bei anderen Zusicherungen im Sinne eines qualifizierten Schweigens diese Zusicherungen vom allgemeinen Offenlegungsvorbehalt *ausnehmen* soll.

<sup>43</sup> D.h. das Kennenmüssen.

<sup>44</sup> WATTER ROLF, Die Verpflichtung der AG aus rechtsgeschäftlichem Handeln ihrer Stellvertreter, Prokuristen und Organe, Zürich 1985, N 261; SCHENKER, Risikoallokation (FN 24), 254.

<sup>45</sup> BGE 66 II 137; BGE 95 II 125; BK-GIGER, Art. 200 OR, N 18; SCHENKER, Risikoallokation (FN 24), 255 FN 47.

Vertraglich festgelegt wird üblicherweise auch, welche Unterlagen und Informationen diesbezüglich relevant sind, *in welcher Form* also Informationen dem Käufer zur (möglichen) Kenntnis gebracht werden müssen, damit der Verkäufer für die darin offengelegten Mängel nicht mehr belangt werden kann; neben (und manchmal auch statt) der Offenlegung im Datenraum sind diesbezüglich auch etwa Anhänge zum Transaktionsvertrag<sup>46</sup> oder ein separater *disclosure letter* denkbar, aber auch die *due diligence*-Berichte der Berater des Verkäufers<sup>47</sup> oder des Käufers.<sup>48</sup> Im Extremfall wird sogar jegliche Kenntnis des Käufers, egal aus welcher Quelle, als haftungsausschliessend vereinbart. Das nachstehende Schaubild zeigt die statistische Häufigkeit einiger der diesbezüglichen Varianten<sup>49</sup>:

---

<sup>46</sup> Sog. *disclosure schedules*.

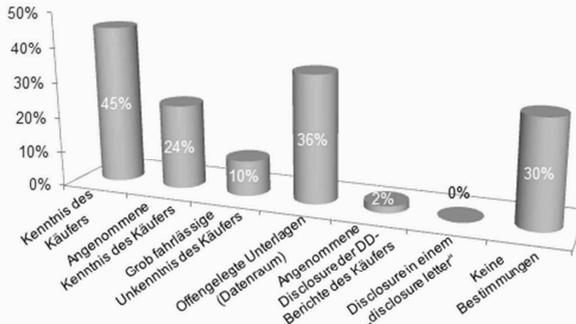
<sup>47</sup> Sog. *vendor due diligence*.

<sup>48</sup> Für eine detailliertere Übersicht über die verschiedenen Offenlegungsmechanismen vgl. BLUM, *Due Diligence* (FN 39), 178 ff., dort zu beachten insbesondere die Hinweise auf die Rechtsprechung, wonach die Berater des Verkäufers oder des Käufers als Verfasser derjenigen *due diligence*-Berichte, welche so zum Vertragsbestandteil werden, unter dem Titel *Vertrauenshaftung* oder *Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter* auch der jeweils anderen Partei gegenüber für Fehler in den Berichten haftbar werden können, weshalb sie gut beraten sind, eine solche Haftung mittels geeigneter *disclaimer* auszuschliessen.

<sup>49</sup> Zum besseren Verständnis ist darauf hinzuweisen, dass die am weitesten gefassten Kategorien „Kenntnis des Käufers“ und „Angenommene Kenntnis des Käufers“ auch (aber eben nicht nur) die in einem Datenraum offengelegten Dokumente haftungsausschliessend wirken lassen, und da die Bereitstellung eines Datenraums in der *due diligence*-Phase zum absoluten Standard gehört, kann gesagt werden, dass der Datenraum in der DACH-Region das gängigste Offenlegungsinstrument darstellt.

## Ausschluss von Gewährleistungsansprüchen durch Kenntnis (DACH)

» 2013



100 % = alle untersuchten Transaktionen – Mehrfachnennungen möglich

Es ist daran zu erinnern, dass in der Schweiz für Transaktionen, welche hierzu keine Bestimmungen enthalten<sup>50</sup>, Art. 200 OR zur Anwendung kommt, siehe dazu Näheres oben.

Schliesslich ist in Erinnerung zu rufen, dass in einem Vertragssystem, wo die positive und oft auch die angenommene Kenntnis des Käufers von Mängeln einen diesbezüglichen Rückgriff auf den Verkäufer ausschliesst, für *dem Käufer bekannte Mängel*, deren Folgen dennoch vom Verkäufer getragen werden sollen, eine separate Haftungsordnung zu vereinbaren ist, üblicherweise in der Form der *indemnity*<sup>51</sup>.

### b) USA

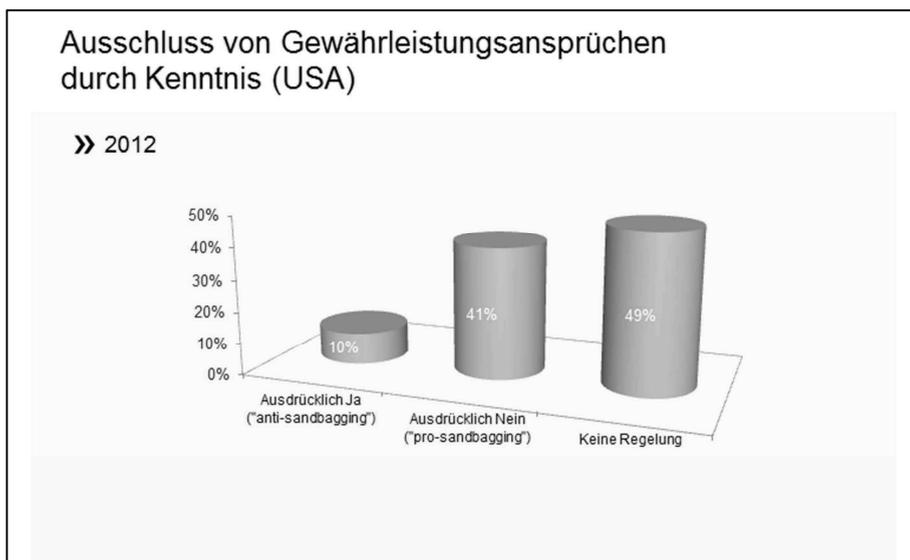
Das Vorgehen des Käufers gegen den Verkäufer nach Vertragsvollzug aus Mängeln, welche dem Käufer bereits vor Vollzug oder sogar bereits vor Unterzeichnung des Transaktionsvertrages bekannt waren, wird in den USA

<sup>50</sup> Im Jahr 2013 immerhin 30% in der gesamten DACH-Region.

<sup>51</sup> Dazu ausführlich BLUM, Risiken (FN 21), 203 ff.

„*sandbagging*“ genannt<sup>52</sup> – also jene Praxis, welche in der DACH-Region in aller Regel *vertraglich ausgeschlossen* wird, zumindest bezüglich der vor Vollzug formell (normalerweise in einem Datenraum) offengelegten Informationen<sup>53</sup>.

Erstaunlicherweise wird das *sandbagging* aber in den USA nur in 10% der in der ABA-Studie untersuchten Transaktionen ausdrücklich verboten, in 41% dieser Verträge wird es ausdrücklich erlaubt, und in fast der Hälfte der Vereinbarungen fehlt eine ausdrückliche Regelung:



Dazu ist zunächst präzisierend anzumerken, dass diejenigen Verträge, welche das *sandbagging* grundsätzlich erlauben, in aller Regel nicht einfach den Verkäufer für *alle* bekannten Mängel haften lassen, sondern die Regelung

<sup>52</sup> In der amerikanischen Umgangssprache wird es als „*sandbagging*“ bezeichnet, wenn jemand, insbesondere in einem Spiel oder im Sport, seine wahren Fähigkeiten zunächst verbirgt, um den Gegner in Sicherheit zu wiegen. Übertragen auf den M&A-Käufer bedeutet dies, dass er den Verkäufer vor dem Vollzug nicht über seine Mängelkenntnis informiert, obwohl er bereits beabsichtigt, nach dem Vollzug daraus Ansprüche gegen den Verkäufer geltend zu machen.

<sup>53</sup> Vgl. II.5.a) oben.

vielmehr insofern differenziert ist, dass der Verkäufer seine Haftung nur (aber immerhin) durch *specific disclosure* ausschliessen kann<sup>54</sup>; der grosse Unterschied zur gängigen Praxis in der DACH-Region liegt nun aber darin, dass eine solche *specific disclosure* nur in engem, vertraglich streng definiertem Rahmen zulässig ist, nämlich i.d.R. nur in Form von Anhängen zum Transaktionsvertrag<sup>55</sup> und/oder in einem *disclosure letter*, nicht aber im Datenraum, welcher für US-Parteien i.d.R. rein informativen Charakter hat.

Diese strikte geregelte *specific disclosure* ist insb. deshalb für den Käufer wesentlich „benutzerfreundlicher“, weil regelmässig vorgesehen ist, dass jedes offengelegte Dokument explizit mit derjenigen Zusicherung *verknüpft* werden muss, welche es einschränken soll, und dann auch nur als Einschränkung *dieser* Zusicherung gilt, während im Datenraum (zumindest demjenigen europäischen Zuschnitts) i.d.R. die Dokumente lediglich nach Themenbereichen geordnet, aber ohne Bezug zu den einzelnen Zusicherungen offengelegt werden und es dann am Käufer ist herauszufinden, auf welche (allenfalls auch mehrere) Zusicherungen die jeweiligen Dokumente sich haftungsausschliessend auswirken<sup>56</sup>.

In denjenigen 49% der US-Transaktionen, welche keine Regelung zum *sandbagging* enthalten, kommt das von den Parteien vereinbarte dispositive Gesetzesrecht zur Anwendung, welches in den USA in der Mehrzahl der Transaktionen auf das *common law* der Bundesstaaten Delaware oder New York verweist; diese Rechtsordnungen erlauben das *sandbagging* grundsätzlich<sup>57</sup>. Allerdings entwickelt sich das *case law* in diesen Bundesstaaten dahingehend, dass bestimmte Arten der *specific disclosure* Schadenersatzforderun-

---

<sup>54</sup> Und diesbezüglich der Käufer sich dann auch sein *Kennenmüssen*, also seine fahrlässige Unkenntnis anrechnen lassen muss.

<sup>55</sup> Sog. *disclosure schedules*.

<sup>56</sup> Dies bedingt z.B. regelmässig, dass der gesamte Datenraum sorgfältig betreffend *Steuerrisiken* geprüft werden muss und die zu diesem Thema beigezogenen Berater sich nicht auf die mit „Steuern“ bezeichneten Ordner beschränken dürfen.

<sup>57</sup> WHITEHEAD CHARLES K., *Sandbagging: Default Rules and Acquisition Agreements*, Delaware Journal of Corporate Law 36 (2011), 1093.

gen des Käufers dann doch ausschliessen<sup>58</sup>, so dass im Ergebnis die Parteien ähnlich gestellt sind wie mit einer expliziten vertraglichen *pro-sandbagging rule*.

Zusammenfassend lässt sich also festhalten, dass zwar auch US-Parteien durchaus mit dem Konzept vertraut sind, dass dem Käufer vor Vollzug bekannte bzw. von ihm fahrlässig übersehene Mängel keine Grundlage mehr für Schadenersatzansprüche gegen den Verkäufer bilden können, dass in den USA aber eine *wesentlich spezifischere Offenlegung* dieser Mängel durch den Verkäufer gefordert wird und insb. der bloße Hinweis auf einen Mangel in den Datenraumunterlagen i.d.R. nicht genügt, um die Haftung des Verkäufers auszuschliessen – dies in direktem Gegensatz zur üblichen Praxis in den deutschsprachigen Ländern.

Diesem Ansatz liegt der Gedanke zugrunde, dass der Käufer den Zusagekatalog quasi „mitkauft“<sup>59</sup> und Ausnahmen dazu deshalb aktiv und deutlich angebracht werden müssen; zudem wird es als unfair angesehen, dem Verkäufer die Gelegenheit zu geben, den Käufer und seine Berater mit Unmengen an irrelevanten Dokumenten „zuzuschütten“ und darin Hinweise auf Mängel quasi zu verstecken<sup>60</sup>.

## 6. MAC-Klauseln

Eine *MAC*-Klausel sieht vor, dass der Käufer das Recht hat, vor dem Vollzug vom Kaufvertrag zurückzutreten, falls seit einem bestimmten Stichtag<sup>61</sup> ein *material adverse change* im Zielunternehmen eingetreten ist. Als Mechanismen werden dafür einerseits der *stand-alone MAC* verwendet, welcher die entsprechende Regelung ausdrücklich als Vollzugsbedingung des Käufers vorsieht, und andererseits der *back-door MAC*, welcher als Kombination von

---

<sup>58</sup> IOVINE III, LUKE P., United States: Sandbagging in M&A Deals: Silence May Not Be Golden, <<http://www.mondaq.com/unitedstates/x/201854/M+A+Private%20equity/Sandbagging+In+MA+Deals+Silence+May+Not+Be+Golden>>.

<sup>59</sup> WHITEHEAD (FN 57), 1102.

<sup>60</sup> IOVINE III (FN 58).

<sup>61</sup> Üblicherweise das Datum des Vertragsabschlusses beim *stand-alone MAC* bzw. der Stichtag des letzten relevanten Abschlusses beim *back-door MAC*.

einerseits der Zusicherung, dass kein *MAC* eingetreten sei, und andererseits der allgemeinen Vollzugsbedingung, dass sämtliche Zusicherungen (auch) beim Vollzug zutreffend sein müssen<sup>62</sup>, dieselbe Funktion erfüllt.

Die *Materialität* der negativen Änderung wird oft (aber keineswegs zwingend) *quantifiziert*, in dem z.B. ein negativer Effekt ausgedrückt in Prozentpunkten etwa des Umsatzes oder des Betriebsergebnisses beim Zielunternehmen verlangt wird<sup>63</sup>; die Beantwortung der Frage, ob eine negative Veränderung materiell im Sinne dieser Klausel ist, kann aber auch dem Richter überlassen werden.

Oft werden Ausnahmen<sup>64</sup> zur *MAC*-Klausel vereinbart, so dass die Rücktrittsmöglichkeit des Käufers z.B. nicht gegeben ist, wenn das fragliche negative Ereignis nicht nur das Zielunternehmen selber, sondern gleichermaßen auch die gesamte Wirtschaft oder wenigstens die gesamte relevante Branche trifft, oder wenn es auf höhere Gewalt zurückzuführen ist.

Die nachstehende Grafik zeigt, dass ein Rücktrittsrecht des Käufers aufgrund einer *MAC*-Klausel in der einen oder anderen Ausprägung in den USA zum *absoluten Standard* gehört, während solche Vereinbarungen in der DACH-Region nur in Ausnahmefällen getroffen werden<sup>65</sup>:

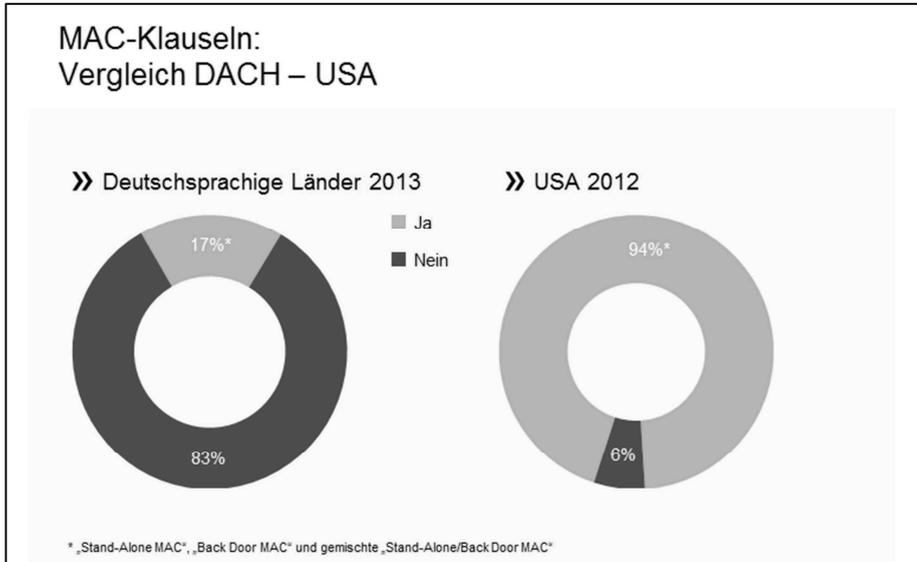
---

<sup>62</sup> Sog. *bring down condition*.

<sup>63</sup> In der Schweiz wird diesbezüglich manchmal hilfsweise die Praxis der Übernahmekommission herangezogen, welche *MAC*-Klauseln bei öffentlichen Übernahmeangeboten nur gelten lässt, wenn sie als negativer Effekt von mindestens 5% des Umsatzes oder mindestens 10% des EBIT definiert sind (vgl. zuletzt Verfügung *Schweizerische National-Versicherungs-Gesellschaft AG* vom 8. August 2014, E. 9.2).

<sup>64</sup> Sog. *carve-outs*.

<sup>65</sup> Vermutungsweise praktisch nur dann, wenn der Käufer eine US-Partei ist.



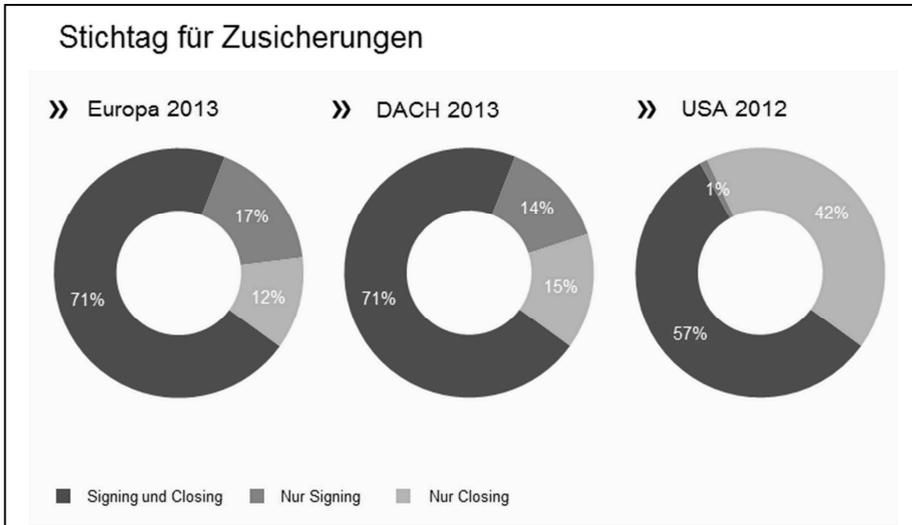
Das bedeutet nun allerdings nicht, dass in den deutschsprachigen Ländern der Käufer in jedem Fall gezwungen ist, auch bei einem offensichtlichen nachhaltigen Wertverlust im Unternehmen dennoch den Vertrag zu vollziehen und er dann bloss versuchen kann, nachträglich vom Verkäufer Schadenersatz erhältlich zu machen. Vielmehr ist es, wie das nachstehende Schaubild zeigt, absolut üblich, eine sogenannte *bring down condition* als Vollzugsbedingung zu vereinbaren, wonach die Zusicherungen beim Vollzug (und nicht nur bei Vertragsabschluss) zutreffend sein müssen. Kombiniert mit einem üblicherweise recht ausführlichen Katalog von Zusicherungen kann dies dem Käufer die Gelegenheit zum Rücktritt aus wesentlich geringerem Anlass geben, als wenn er sich auf die üblichen *MAC*-Klauseln stützen müsste – dies insbesondere dann, wenn die *bring down condition* ohne Materialitätsvorbehalt<sup>66</sup> vereinbart wird, was man recht häufig antrifft<sup>67</sup>. Allerdings ist zu

<sup>66</sup> Ein solcher *materiality qualifier* sieht vor, dass die Zusicherungen bei Vollzug nur noch „im Wesentlichen“ erfüllt sein müssen.

<sup>67</sup> Zwar kann man sich durchaus fragen, ob in einem solchen Fall tatsächlich schon geringfügige Zusicherungsverletzungen zwischen *Signing* und *Closing* dem Käufer ein Rücktrittsrecht geben sollen, oder ob nicht vielmehr ein impliziter *materiality qualifier* angenommen werden muss (z.B. durch Bezugnahme auf eine im selben

beachten, dass zwar die Fallhöhe bei der *bring down condition* i.d.R. tiefer als beim *MAC* sein wird, aber lange nicht jedes Ereignis, das als *MAC* qualifizieren würde, auch einen Rücktritt unter der *bring down condition* erlaubt, da für letzteres eben eine spezifische Zusicherung verletzt sein muss<sup>68</sup>. Die *bring down condition* macht also die *MAC*-Klausel keineswegs überflüssig.

Verträge mit *bring down condition* in Europa und den USA:



Vertrag vereinbarte Klageschwelle in Form eines *de minimis* oder eines *basket*, vgl. dazu II.3.a) oben), aber für den Verkäufer ist es sicherlich erfolgsversprechender, einen solchen Vorbehalt bereits im Transaktionsvertrag zu thematisieren, und nicht erst in der Klageantwort.

<sup>68</sup> Als Beispiel vergegenwärtige man sich „9/11“, der für jedes Unternehmen in der Luftfahrtbranche zweifellos erhebliche negative Auswirkungen hatte und auch die Anforderungen der üblichen *MAC*-Klauseln sicher erfüllt (sofern diese keinen *carve-out* enthalten für terroristische Ereignisse oder Vorkommnisse, welche die gesamte Industrie oder die gesamte Wirtschaft in Mitleidenschaft ziehen); hingegen wird ein Terroranschlag zumindest im typischerweise vereinbarten Zusicherungskatalog *keinen Mangel* darstellen und die *bring down condition* deshalb nach wie vor erfüllt sein.

Es wäre also aus Käufersicht auch in unseren Gefilden durchaus erwägenswert, v.a. in krisenanfälligen Branchen öfter einen *MAC* als Rücktrittsgrund auszuhandeln, während Verkäufer sich fragen sollten, ob ihre Interessen mit einer *bring down condition* ohne jeglichen Materialitätsvorbehalt wirklich ausreichend geschützt sind.