



Hartmann Müller Partner
Rechtsanwälte/Attorneys at Law

«hmp themen»

Ökonomische und rechtliche Aspekte der Unternehmensbewertung sowie der Kaufpreisbestimmung bei Unternehmenskäufen

Dr. Jürg E. Hartmann

Oktober 2018

A) Schnittstelle zwischen Ökonomie und Recht bei der Unternehmensbewertung

Bei Unternehmenskäufen ist die Unternehmensbewertung unter Anwendung verschiedener anerkannter Methoden, welche letztlich die Kaufpreisfestlegung im Unternehmenskaufvertrag beeinflusst, vorab eine ökonomische bzw. betriebswirtschaftliche Disziplin. Diese wird von den entsprechenden Spezialisten vorgenommen (Investmentbanken, Revisionsgesellschaften, Rechnungslegungsexperten etc.). Durch die Kaufpreisfestlegung im Unternehmenskaufvertrag als kommerzieller Entscheid der Parteien sowie in speziellen gesetzlich vorgesehenen und geregelten Fällen richterlicher Preisfestlegung erhalten die Unternehmensbewertung und die Preisfestlegung eine rechtliche Dimension und Eingrenzung. Diese Schnittstellen samt den rechtlichen Eingrenzungen der Unternehmensbewertung und der damit verbundenen Kaufpreisfindung durch Gesetz und Rechtsprechung sind vorliegend aufzuzeigen. Das Hauptaugenmerk wird dabei auf den klassischen Unternehmenskauf in seiner Ausgestaltung als Asset Deal oder Share Deal gelegt.

B) Der Unternehmenskauf: Asset Deal und Share Deal

Mit einem **Betriebskauf** bzw. **Asset Deal** erwirbt der Käufer vom Verkäufer ein Unternehmen direkt. Der Käufer erwirbt die zum Unternehmen gehörenden Aktiven, Passiven, Verträge und weiteren Rechtsbeziehungen (Arbeitsverträge, immaterielle Werte etc.) einzeln und direkt in Singularsukzession, soweit diese übertragbar sind, wobei dies im Einzelnen zu prüfen ist.¹ Der Käufer bzw. eine von ihm gehaltene Gesellschaft wird damit beim Asset Deal (neu) Träger der zum Unternehmen gehörenden übertragbaren Aktiven, Passiven, Verträge und weiteren Rechtsbeziehungen.

Beim **Gesellschaftsverkauf** bzw. **Share Deal** erwirbt der Käufer vom Verkäufer ein Unternehmen indirekt durch Übernahme einer juristischen Person, die Eigentümerin des Unternehmens ist. Kaufgegenstand sind gemäss bundesgerichtlicher Rechtsprechung (immer noch) die Gesellschaftsanteile an der juristischen Person (Aktien, GmbH-Stammanteile etc.). Aus rechtlicher Sicht werden damit Aktiven, Passiven und weitere Vertragsverhält-

¹ Anders verhält es sich bei der Vermögensübertragung gemäss Art. 69 ff. Fusionsgesetz (FusG), die jedoch in der Praxis aus verschiedenen Gründen kaum Anwendung findet.

nisse des Unternehmens nicht übertragen. Diese verbleiben grundsätzlich unverändert bei der juristischen Person als Trägergesellschaft.²

In beiden Fällen, beim Asset Deal wie auch beim Share Deal, liegt in wirtschaftlicher Hinsicht ein einheitlicher Kaufgegenstand vor, das zu kaufende bzw. zu verkaufende Unternehmen. Entsprechend hat auch eine **Unternehmensbewertung bzw. die Kaufpreisbestimmung** im Unternehmenskaufvertrag **grundsätzlich gleich** zu erfolgen.



C) Unternehmensbewertung und Kaufpreisbestimmung aus ökonomischer Sicht

a) Grundsätzliche Freiheit in der Methodenwahl zur Unternehmensbewertung und Kaufpreisbestimmung

Im Rahmen der bestehenden **Vertragsfreiheit** (Art. 19 Abs. 1 OR) und der durch Gesetz und Rechtsprechung konkretisierten Vorgaben und Schranken³ (dazu unten D) kann die Unternehmensbewertung samt deren Methodenwahl wie auch die dadurch beeinflusste **Kaufpreisfestlegung im Unternehmenskaufvertrag** von den daran beteiligten Parteien frei gewählt bzw. festgelegt werden.

Bei der die Kaufpreisfestlegung beim Unternehmenskauf beeinflussenden **Unternehmensbewertung** werden sich die Parteien professionellerweise in Bezug auf die Methodenwahl allerdings durch den diesbezüglichen Stand der betriebswirtschaftlichen Lehre und die **in der Betriebswirtschaftslehre anerkannten Bewertungsmethoden** leiten lassen.

Der Kaufpreis ist beim Unternehmenskauf indes letztlich eine **kommerzielle Grösse**, über welche sich die Parteien im Unternehmenskaufvertrag zu einigen haben. Aus rechtlicher Sicht muss der Kaufpreis im Unternehmenskaufvertrag bestimmt oder bestimmbar sein, was auch bei einer meist nicht zu empfehlenden (schiedsgutachterlichen) Festlegung durch einen neutralen Dritten gegeben ist (Art. 184 Abs. 3 OR).

b) Zukunftsorientierter Unternehmenswert (Enterprise Value) als Ausgangspunkt der Kaufpreisbestimmung

In der Praxis ist seit geraumer Zeit eine **Hinwendung zu rein zukunfts- und ertragsorientierten Bewertungsverfahren** bei der Unternehmensbewertung festzustellen (wie Discounted Cashflow- bzw. Ertragswertverfahren), was auch von der bundesgerichtlichen Rechtsprechung im Grundsatz anerkannt wird.⁴ Die Vergangenheit liefert nur Erfahrungswerte (die nicht unbesehen in die Zukunft extrapoliert werden können), wie sie beispielsweise bei der (immer seltener und auch nur bei kleineren Unternehmen praktizierten) Mittelwert- bzw. Praktikermethode in Bezug auf die Bestimmung des Ertragswertanteils zur Anwendung kommen.

Allerdings fehlen bei kleineren Unternehmen oft belastbare Businesspläne für die Zukunft, was (echt) zukunftsorientierte und ertragsorientierte Unternehmensbewertungen fraglich erscheinen lässt. Damit ist nach bundesge-

² Dies, soweit nicht spezielle vertragliche Vereinbarungen, wie change of control Klauseln die Übertragbarkeit hindern.

³ Schranken der Vertragsfreiheit und Festlegung des Preises beim Unternehmenskauf sind vorab zwingendes Recht, die öffentliche Ordnung, die guten Sitten und das Recht der Persönlichkeit (Art. 19 Abs. 2 OR) mit Sanktion der Nichtigkeit oder Teilnichtigkeit (Art. 20 OR). Relative Schranken bestehen insbesondere zufolge Anfechtbarkeit des Vertrages bei Übervorteilung (Art. 21 OR), Irrtum und Täuschung (Art. 23 ff. sowie Art. 28 OR).

⁴ BGer vom 18.9.2013, 2C_309/2013 E. 2.2.2 und 2C_310/2103 (Unternehmensbewertungen in der Steuer-Veranlagung); BGer vom 20.9.2011, 4A_341/2011 E. 5.1.1 und 5.2 sowie BGer vom 21.3.2012, 4A_96/2011 E. 5.4 (Unternehmensbewertungen im Rahmen der Überprüfungs-klage betreffend Abfindung der ausgeschlossenen Aktionäre im Fusionsfall).

richtlichen Erwägungen diesfalls fallbezogen eine Bewertung nach der Praktikermethode vorzuziehen (Formel: $[1 \times \text{Substanzwert} + 2 \times \text{Ertragswert}] : 3$).⁵

Die Bestimmung des Kaufpreises für ein Unternehmen geht heute bei professionell geführten Verhandlungen meist von einem Unternehmenswert (**Enterprise Value - EV**) auf einer **Debt free/Cash free Basis** aus.⁶ Der Unternehmenswert wird dabei (vorerst) bestimmt **ohne Berücksichtigung der Finanzschulden und Barmittel des Unternehmens** durch Diskontierung künftiger freier dem Investor zukommenden Ertragsströme oder durch Bezug von zukunfts- und ertragsorientierten markterhobenen Vergleichswerten, die annähernd ähnliche Resultate zeitigen sollten.

Im Vordergrund bei dieser Unternehmenswertermittlung steht die **Discounted Cashflow-Methode**. Diese bestimmt den operativen Wert eines Unternehmens (Enterprise Value) mittels Diskontierung der geplanten freien Cashflows aus der Unternehmenstätigkeit mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz auf Eigen- und Fremdkapital (Weighted Average Cost of Capital – WACC).⁷ Dabei wird im Rahmen der DCF-Methode nach der Businessplanperiode (von meist 3 - 5 Jahren) von einer (weiteren) Fortführung der Geschäftstätigkeit ausgegangen und in Berücksichtigung der Annahme und Einschätzung eines weiteren nachhaltigen freien Cashflows ein eben-

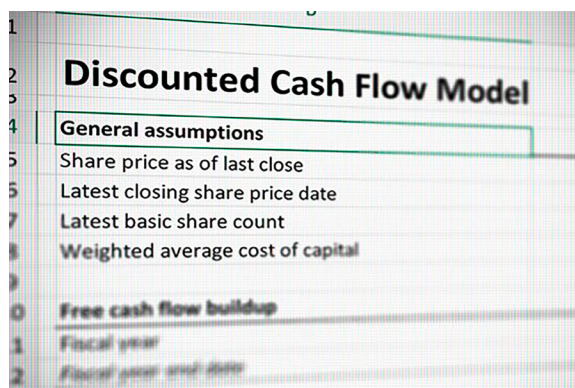
falls gleich zu diskontierender Residualwert bestimmt. Sodann werden meist ergänzend und zur Plausibilisierung (**Trading-) Multiples Methoden** hinzugezogen, die sich an zukunfts- und ertragsorientierten EBIT-, EBITDA - oder anderen Multiples von vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen oder bekannten Unternehmenstransaktionen ausrichten.

d) Kaufpreisbestimmender Eigenkapitalwert (Equity Value)

In der Regel ist bei Unternehmenskäufen zur Kaufpreisermittlung der Wert der Eigenkapitalposition des Unternehmens (**Equity Value**) zu berechnen (der auch einer börsenmässigen Unternehmensbewertung zu Grunde liegt). Dafür sind vom Unternehmenswert (Enterprise Value), der auf der Basis Debt free/Cash free zu einem bestimmten Bilanzstichtag ermittelt wurde, **die vom Käufer zu übernehmenden Finanzverbindlichkeiten zu subtrahieren und die vom Käufer zu übernehmenden (nicht betriebsnotwendigen) Barmittel zu addieren**.

Dabei fallen unter die Finanzverbindlichkeiten vorab das verzinsliche wie auch das unverzinsliche Fremdkapital sowie versteckte Finanzierungen, wie Finanzierungsleasing, Factoring, Pensionsverbindlichkeiten etc.

In der Regel übernimmt der Käufer beim Share Deal alle Finanzverbindlichkeiten und Barmittel



Discounted Cash Flow Model	
General assumptions	
Share price as of last close	
Latest closing share price date	
Latest basic share count	
Weighted average cost of capital	
Free cash flow buildup	
Fiscal year	
Fiscal year end date	



⁵ So festgehalten als obiter dictum vom Bundesgericht in BGE 136 III 209 E. 6.2.5 im Zusammenhang mit einer Unternehmensbewertung im Rahmen einer güterrechtlichen Auseinandersetzung bei Auflösung eines ehelichen Güterstandes.

⁶ Vgl. dazu anstelle Vieler aus rechtlicher Sicht: U. SCHENKER, Unternehmenskauf, Zürich 2016, S. S. 228 ff.

⁷ Das WACC Konzept ist eine anerkannte und etablierte (aber nicht die einzige) Methode zur Herleitung des Kapitalisierungssatzes (= gewichtete Renditeforderung vom Fremd- und Eigenkapitalgebern) bei der Unternehmensbewertung nach der DCF-Methode.

des Unternehmens. Damit wird der Verkaufspreis des Unternehmens im Kaufvertrag bestimmt durch den Enterprise Value abzüglich der Finanzverbindlichkeiten zuzüglich der erwähnten Barmittel. Dies, adjustiert auf **Veränderungen dieser beiden Positionen zwischen Bilanzstichtag bzw. Vertragsabschluss und Vollzug des Kaufvertrages**. Bei kleineren überschaubaren Transaktionen wird der Equity Value oft als Fixpreis vereinbart unter Stipulierung einer **Locked Box mit Anti Leakage-Bestimmungen**, welche Geldabflüsse im geschlossenen System der Unternehmung im Rahmen einer ordentlichen Geschäftstätigkeit bis zum Vollzug verhindern bzw. regeln (z.B. letzte Dividendenzahlungen an Verkäufer).

Anders liegen die Dinge meist beim Asset Deal. Dort werden in der Regel vom Käufer weder die Finanzverbindlichkeiten noch die Barmittel übernommen. Damit liegt der Unternehmenskaufpreis beim Enterprise Value, der indes meist für die Periode bis zum Kaufvollzug in Berücksichtigung der Veränderungen des Nettoumlaufvermögens anzupassen ist, sofern nicht einfachere und kleinere Verhältnisse gegeben sind.

D) Rechtlicher Rahmen der Unternehmensbewertung und Kaufpreisbestimmung

a) Bundesgerichtliche Entscheide zur Bewertung von Unternehmensanteilen und Festsetzung einer angemessenen Ausgleichzahlung der ausgeschlossenen Aktionäre im Fusionsfalle

Im **Entscheid vom 20. September 2011** (BGer vom 20.9.2011, 4A_96/2011 E. 5.4) hatte das Bundesgericht gestützt auf Art. 105 Abs.1 Fusionsgesetz (FusG) die im Streitfall vom Richter zu bestimmende „angemessene“ „Abfindung“

bzw. „Ausgleichzahlung“ von Aktionären im Fusionsfalle zu beurteilen, deren Aktien gemäss Art. 8 und Art. 18 Abs. 3 FusG nicht umgetauscht, sondern (zwangsmässig) nur geldmässig abgefunden wurden (Überprüfungsklage). Es handelte sich damit um einen gesetzlich zwingend geregelten Unternehmens-Bewertungsfall.

Die **Unternehmensbewertung** bzw. die Bewertung der entsprechenden Anteilsrechte der ausgeschlossenen Aktionäre hatte damit nach den **gesetzlichen Vorgaben** bzw. den gesetzlich vorgeschriebenen Normwerten zu erfolgen.

Das Bundesgericht hielt zu der gesetzlich vorgegebenen „angemessenen“ „Ausgleichzahlung“ bzw. „Abfindung“ in Auslegung zutreffend fest, dass die ausgeschlossenen Aktionäre „- entsprechend dem verfassungsmässigen Prinzip der **vollen Entschädigung** im Falle von Enteignungen (Art. 26 Abs. 2 BV) – Anspruch auf eine Abfindung haben, welche dem **wirklichen Wert**⁸ ihrer bisherigen Anteils- und Mitgliedschaftsrechte entspricht.“⁹

Gemäss Bundesgericht sind diesfalls bei der Bewertung und Festlegung des „angemessenen Wertes“ bzw. des „wirklichen Wertes“ **alle relevanten Umstände zu berücksichtigen** (Vermögen der Gesellschaften, Stimmrechte etc.), wobei der **Fortführungswert** massgeblich ist.¹⁰ Dieser Fortführungswert wird in der Regel aufgrund einer **zukunftsbezogenen Ertragsbewertung**, verbunden mit einer **aktuellen Substanzbewertung** bestimmt, wobei verschiedene **Methoden** angewendet werden können. Dabei kommt den fusionierenden Unternehmen „bei der Wahl der Bewertungsmethode und der Bewertung der relevanten Umstände ein **erheblicher Ermessensspielraum** zu“ und erst bei Überschreitung dieses Ermessensspielraums erscheint die Abfindung nicht mehr angemessen bzw. dem wirklichen Wert nicht entsprechend (vorab bei Ermittlung der Abfindung gestützt auf falsche oder unvoll-

⁸ Der Begriff des wirklichen Wertes, allerdings undefiniert, findet sich im FusG auch in Art. 7 Abs. 2 und 6, Art. 23 Abs. 2 lit. a und Art. 56 Abs. 5. Weiter findet sich der Begriff des wirklichen Wertes in Art. 685b OR und Art. 788 OR (unfreiwillige Übertragung von vinkulierten Namenaktien und von GmbH-Stammanteilen in verschiedenen Fällen).

⁹ Das Bundesgericht legt den Begriff des wirklichen Wertes allerdings je nach Gesetzesbestimmung einzelfall-bezogen nicht einheitlich, sondern je nach Kontext der jeweiligen Gesetzesbestimmung verschieden aus. Bei der unfreiwilligen Übertragung von vinkulierten Namenaktien gemäss Art. 685b OR wird (zutreffender-weise) auf den niedrigeren ertragsorientierten Fortführungswert des Unternehmens abgestellt. Der darüber liegende Liquidationswert wird nicht als Mindestwert anerkannt (BGE 120 II 259 E. 2c). Anders und diskutabel entschied das Bundesgericht bei Güterstandsbeendigung unter Ehegatten, dass der über dem Fortführungswert liegende Liquidationswert des Unternehmens massgebend sein soll (BGer vom 10.2.2010, 5A_733/2009 E.6.2).

¹⁰ Es wird unterstellt, dass im vorliegenden Fall (der Regel entsprechend) die Fortführungsfähigkeit der fusionierten Unternehmen bestand.

ständigen Annahmen oder Nichtanwendung oder Verletzung von anerkannten Bewertungsgrundsätzen und -methoden. Diese Ausführungen erscheinen zutreffend. Allein der Verweis auf die (zusätzliche) aktuelle „in der Regel“ anzuwendende Substanzbewertung erscheint fraglich, hat diese doch bei der zukunfts- und gewinnorientierten Methode des international anerkannten Discounted Cash Flow Verfahrens grundsätzlich keinen Raum. Auf die Zulässigkeit dieses DCF-Verfahrens verweist das Bundesgericht allerdings selbst in einem späteren Entscheid (BGer vom 21. März 2012, 4A_341/2011 E. 5.1.1).

Das Bundesgericht führt richtig weiter aus: „Zur Prüfung dieser Frage [der Bewertung] ziehen die Gerichte regelmässig mit diesen Grundsätzen und Methoden vertraute gerichtliche Experten bei. Bei der Prüfung ihrer **Expertisen** hat sich der **Richter Zurückhaltung** aufzuerlegen und nicht sein Wissen über das Fachwissen des Experten zu stellen, sondern sich im Allgemeinen auf die Prüfung von offensichtlichen Widersprüchen in der Expertise zu beschränken. Soweit die zur Anwendung gebrachten Bewertungsmethoden als Rechtsfragen zu überprüfen sind, wird der Richter etwa beurteilen können, ob der Experte eine **Methode** gewählt hat, die **nachvollziehbar, plausibel und anerkannt** ist, in vergleichbaren Fällen verbreitete Anwendung findet, begründetermassen besser oder mindestens ebenso bewährt ist wie andere Methoden und den Verhältnissen im **Einzelfall Rechnung trägt**.“

Diese Grundsätze zur Ermittlung der „angemessenen Abfindung“ bzw. des „wirklichen Wertes“ im Fusionsfalle gemäss Art. 105 Abs. 1 FusG hat das Bundesgericht im **Entscheid vom 21. März 2012** (BGer vom 21.3.2012, 4A_341/2011 E. 5.1.1 und 5.2) bestätigt und auch präzisiert.

Namentlich wurde zutreffend zum Methodenpluralismus bei Unternehmensbewertungen festgehalten, dass „verschiedene **in der Betriebswirtschaftslehre anerkannte Bewertungsmethoden angewendet werden** [können], namentlich auch das als gewinnorientierte Methode **international anerkannte Discounted Cash Flow Verfahren**.“

Weiter wird richtig festgehalten, dass es sich bei der Überprüfungsklage nach Art. 105 FusG

und damit der „angemessenen Abfindung bzw. des wirklichen Wertes“, d.h. vorliegend im Entscheid des angemessenen Umtauschverhältnisses, nicht um die Festlegung eines objektiv richtigen oder gerechten Werts geht, sondern um die **Überprüfung einer Wertbandbreite**, welche dem den fusionierenden Unternehmen bei der Bewertungsfestlegung zugebilligtem Ermessensspielraum entspricht. Dies trifft zu, kann doch von einer Unternehmensbewertung bzw. von der Bewertung einzelner Unternehmensanteile angesichts der Methodenvielfalt, der Berücksichtigung der Umstände im Einzelfall (Minoritätsanteile, Stimmrechtsaktien etc.) und damit einhergehender Ermessensentscheid mehr nicht erwartet werden.



b) Anwendung der bundesgerichtlichen Rechtsprechung im Fusionsfall auf die Unternehmensbewertung und Kaufpreisfestlegung beim Unternehmenskauf?

In der zuvor aufgezeigten und kommentierten bundesgerichtlichen Rechtsprechung zur Abfindung im Fusionsfalle wurden zusammengefasst und im Wesentlichen folgende **Grundsätze bei der Unternehmensbewertung bzw. Anteilsbewertung** und letztlich (richterlicher) Preisfestlegung bezüglich eines „**wirklichen Wertes**“ (in **Verkehrswertannäherung**) berücksichtigt:

- Ermittlung des wirklichen **Wertes** bei der Unternehmensbewertung für die bestehenden Anteils- bzw. Mitgliedschaftsrechte, der eine volle Entschädigung bringt. Dieser wirkliche Wert müsste dem Wert der Börsenkurse liquid gehandelter Anteile oder massgeblicher Handelskurse der Anteile (aktueller Verkehrswert) entsprechen. Der aktuelle Verkehrswert bzw. diese Bewertung kann aber nicht präzisiert werden, soweit entsprechende Kurse feh-

len. Dies, zumal die verschieden anerkannten und möglichen Bewertungsmethoden und die Berücksichtigung der Umstände im Einzelfall nur **Wertbandbreiten** ergeben können, die sich dem (theoretischen) Börsen- und Handelswert annähern.

- Bei der Unternehmensbewertung bzw. Anteilsbewertung zum wirklichen Wert sind alle relevanten **Umstände des Einzelfalls** (Minoritätsanteile, Stimmrechte etc.) zu berücksichtigen, wobei grundsätzlich der **Fortführungswert** massgeblich ist. Der Fortführungswert wird in der Regel aufgrund einer **zukunftsbezogenen Ertragswertbewertung**, (möglicherweise¹¹) verbunden mit einer aktuellen Substanzwertbewertung bestimmt.
- Es können bei der Unternehmensbewertung (unter Anerkennung eines Methodenpluralismus) **verschiedene in der Betriebswirtschaft anerkannte Bewertungsmethoden** angewendet werden, insbesondere auch das international **anerkannte Discounted Cash Flow Verfahren**. Bei der Wahl des Bewertungsverfahrens besteht ein erheblicher Ermessensspielraum.
- Bei der **Prüfung von Unternehmensbewertungen** bzw. Expertisen von Fachleuten dazu hat sich der **Richter Zurückhaltung** aufzuerlegen. Der Richter hat nur zu prüfen, ob die gewählte Bewertungsmethode nachvollziehbar, plausibel und anerkannt ist, in vergleichbaren Fällen Anwendung findet, begründetermassen besser oder mindestens ebenso bewährt ist wie andere mögliche Methoden und den Verhältnissen im Einzelfall Rechnung trägt. Nur soweit diese Prüfung negativ ausfällt, liegt eine **Ermessensüberschreitung** bei der Unternehmensbewertung zum „wirklichen Wert“ vor, welche eine richterliche Korrektur rechtfertigen kann.

Es stellt sich die **Frage**, ob und wie weit diese in der bundesgerichtlichen Rechtsprechung zur Überprüfungs- und Fusionsklage im Fusionsfall entwickelten **Grundsätze zur Unternehmensbewertung**

und Preisfestlegung auch beim Unternehmenskauf zu berücksichtigen sind.¹²

Vorab ist festzustellen, dass beim Unternehmenskauf Unternehmensbewertungen meist durch Käufer und Verkäufer zu internen und Verhandlungszwecken erstellt werden, Überlegungen zur Unternehmensbewertung im Unternehmenskaufvertrag nicht oder nur indirekt bei der Kaufpreisfestlegung abgebildet sind und die **Kaufpreisfestlegung im Unternehmenskaufvertrag** letztlich ein **kommerzieller Entscheid** von Käufer und Verkäufer ist. Beide Parteien zielen indes auch in beim Unternehmenskauf im Regelfalle in rationaler wirtschaftlicher Betrachtungsweise vorab auf einen Erlös ab, der auf den auf den vorliegend dargestellten „wirklichen Wert“ (in Annäherung an den aktuellen Verkehrswert) oder selbst einem Premium darüber geht. Daraus ergibt sich dann letztlich die kommerzielle Einigung über den Preis im Unternehmenskaufvertrag, welcher von der Grösse des „wirklichen Wertes“ als gesetzlichem Normwert auch (erheblich) abweichen kann.

Entsprechend ergibt sich die Bestimmung des **Kaufpreises beim Unternehmenskauf** aus dem belegbaren **Willen der Parteien** (Art. 18 Abs. 1 OR) oder mangels eines solchen aus der Auslegung des Unternehmenskaufvertrages samt darin enthaltener Kaufpreisbestimmung nach Vertrauensprinzip mit dem auch die Umstände des Einzelfalles angemessen zu berücksichtigen sind (BGer vom 14.4.2015, E. 4.2).

Ist bei der **Kaufpreisbestimmung gemäss Unternehmenskaufvertrag** eine Unternehmensbewertung (mit-) entscheidend, weil der Kaufvertrag darauf ausdrücklich oder implizit Bezug nimmt (im Extremfall bei der (Teil-) Kaufpreisbestimmung durch eine Unternehmensbewertung eines unabhängigen Dritten) und der Unternehmenskaufvertrag die Bewertungsmethoden nicht klar und in zulässiger Weise festlegt, so müssen die **Grundsätze der aufgezeigten bundesgerichtlichen Rechtsprechung zumindest in folgenden Bereichen** gelten: Der Unternehmenswert hat die relevanten Umstände des Einzelfalles zu berücksichtigen, wobei grundsätzlich

¹¹ Vgl. dazu die Bedenken oben in D a).

¹² Diese Grundsätze der Unternehmensbewertung zum „wirklichen Wert“ in Verkehrswertannäherung werden vom Bundesgericht sodann auch andernorts verwendet. So im Steuerveranlagungsverfahren (BGer vom 18.9.2013, 2C 309/2013 E. 2.2.1 und 2.3.1).

Fortführungswerte massgeblich sind, die in der Regel auf einer zukunftsbezogenen Ertragswertbewertung zu erfolgen haben. Dabei können verschiedene in der Betriebswirtschaft anerkannte Bewertungsmethoden angewendet werden, insbesondere das anerkannte Discounted Cash Flow Verfahren. Der Richter hat sich sodann bei der Prüfung von Unternehmensbewertungen Zurückhaltung aufzuerlegen und nur bei Ermessenüberschreitungen einzugreifen.

Diese aufgezeigten Grundsätze müssen nach unserer Ansicht beim Unternehmenskauf auch in den Fällen einer Übervorteilung (Art 21 OR), eines Grundlagenirrtums (Art. 24 ff. OR), der Täuschung (Art. 28 ff. OR) und von Zusicherungsmängeln (Art. 192 ff. OR) gelten, soweit dazu Überlegungen der Unternehmensbewertung eine Bedeutung haben und kaufvertragliche Vorgaben fehlen.

Diese aufgezeigten Grundsätze zur Unternehmensbewertung müssen nach hier vertretener Ansicht auch im Spezialfall eines Unternehmenskaufs, dem durch die Übernahmekommission (UEK) überwachten **öffentlichen Kaufangebot** für Anteile an börsenkotierten Gesellschaften gemäss Art. 125 ff. Finanzinfrastrukturgesetz, gleichermassen oder selbst weitergehend nach



den dafür bestehenden gesetzlichen Vorgaben und Rahmenbedingungen berücksichtigt werden. Dies in der Unternehmensbewertung und **Fairness Opinion**, welche der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gegebenenfalls von externen Experten erstellen lässt. Zentrales Element der Fairness Opinion ist die Bewertung der Zielgesellschaft und die Beurteilung der Fairness des Angebots¹³, mit welchem der Verwaltungsrat seinen Bericht seine Empfehlung (mit Zustimmung, Ablehnung oder Neutralität) zum öffentlichen Kaufangebot belegt (Art. 132 Übernahmeverordnung UEK). Diese über die UEK jeweils publizierten und damit zugänglichen Fairness Opinions dürften auch den derzeitigen Schweizer Unternehmensbewertungs-Standard bei grösseren Unternehmenskäufen setzen.

¹³ Regelmässig werden in den Fairness Opinions allerdings Bewertungsbandbreiten für das Zielunternehmen auf einer Stand-alone Basis und nicht (ohnehin problematische) Zielpunktwerte ermittelt.

Hartmann Müller Partner

Rechtsanwälte / Attorneys at Law

Dr. Jürg E. Hartmann

Dr. Niklaus B. Müller, LL.M.

Dr. Beat Spörri, LL.M.

Lic. iur. Markus Aeschbacher, LL.M.*

Dr. Marco Colombini

Lic. iur. Nina Maag

Lic. iur. Sonja Rothwangl, LL.M.

CH-8044 Zürich

Zürichbergstrasse 66

Telefon +41 (0)43 268 83 00

Telefax +41 (0)43 268 83 01

www.hmp.ch

* Fachanwalt SAV Bau- und Immobilienrecht

Die hierin enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und beziehen sich daher nicht auf die Umstände einzelner Personen oder Rechtsträger. Der Inhalt dieses Artikels stellt keine Rechts- oder Steuerauskunft dar und darf nicht als solche verwendet werden. Sollten Sie eine auf Ihre persönlichen Umstände bezogene Beratung wünschen, wenden Sie sich bitte an Ihre Kontaktperson bei Hartmann Müller Partner oder an den Autor des vorliegenden Artikels.