

Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:
Dieter Gericke

Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten

9. Tagung zu Private Equity
Tagungsband 2024

EIZ  Publishing



Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten Copyright © by Dieter Gericke is licensed under a [Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/), except where otherwise noted.

© 2024 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

Herausgeber: Dieter Gericke – Europa Institut an der Universität Zürich

Verlag: EIZ Publishing (eizpublishing.ch)

Produktion, Satz & Vertrieb: buchundnetz.com

ISBN:

978-3-03805-736-9 (Print – Softcover)

978-3-03805-737-6 (PDF)

978-3-03805-738-3 (ePub)

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-736>

Version: 1.02 – 20241022

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar: <https://eizpublishing.ch/publikationen/private-equity-in-einer-welt-von-unsicherheiten-und-opportunitaeten/>.

Vorwort

Die neunte Folge der Private Equity-Tagung des Europa Instituts an der Universität Zürich / ETHZ im Januar 2024 war wiederum ein inspirierendes Stell-dichein von Rechtsexperten, von Vertretern der Finanz- und Investorenbranche, von Unternehmern und Gesellschaften der Private Equity-Szene Schweiz und auch von Vertretern der regulierenden Behörden. Erfreulich war zudem in einer auch heute noch stark männlich dominierten Industrie die signifikante weibliche Beteiligung.

Passend zum durchzogenen wirtschaftlichen Umfeld ging es bei vielen Tagungsbeiträgen um das grundsätzliche Knowhow und aktualisierte Rüstzeug für solide Transaktionen und Transaktionsstrukturen im privaten Bereich sowie das zunehmende Interesse von Private Equity-Investoren an Investments in börsengehandelten Gesellschaften. Abgerundet wurde dies durch viel steuerliches Know-how. In Anbetracht dieser „back to the roots“-Themen haben die Trends der letzten Jahre, wie IPOs, SPACs, DLT oder ESG, an Aktualität verloren. Immerhin wurde im Betrag zu Steward Ownership ein immer öfter anzutreffendes Bedürfnis für Kontrolle des „Purpose“ einer Portfoliogesellschaft beleuchtet. Dies hat nicht zuletzt im Lichte zunehmender Anforderungen an den Beleg „echter“ Sustainability von Investments bzw. zwecks Abwehr von „Greenwashing“-Vorwürfen an Bedeutung gewonnen. In einem sich nunmehr verbessernden wirtschaftlichen Umfeld wird es interessant werden, zu sehen, wohin sich die Reise weiter bewegt.

Die Tagungsbeiträge finden sich in aufgearbeiteter Form in diesem Band wieder, wofür ich den Autorinnen und Autoren hiermit danke. Damit wurde ein weiteres fundamentales Kapitel des „Private Equity-Recht Schweiz“ geschrieben, praxisorientiert und dennoch wissenschaftlich durchdrungen. Die Beiträge sind selbst für erfahrene Private Equity-Experten äusserst lesenswert.

Einmal mehr danke ich dem Europa Institut und seinem Team sowie natürlich seinem Direktoren Prof. Dr. Andreas Kellerhals für die tadellose Organisation. Dem Restaurant Metropol sei für die wiederholte Gastfreundschaft im Saal und in der Restauration gedankt.

Zürich, im November 2024

Dieter Gericke

Inhaltsübersicht

[Ausgewählte Besonderheiten bei M&A-Transaktionen durch Private Equity Funds](#) 9

TINO GABERTHÜEL, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei
Lenz & Staehelin, Zürich
TILL HAECHLER, Rechtsanwalt, Associate bei
Lenz & Staehelin, Zürich

[Ausgewählte Themen im Investment Agreement und Shareholders Agreement](#) 39

PETRA HANSELMANN, LL.M., Rechtsanwältin, Partnerin bei Pestalozzi
Attorneys at Law Ltd., Zürich
YANNIC SCHÖNENBERGER, MLaw, Rechtsanwalt, Associate bei Pestalozzi
Attorneys at Law Ltd., Zürich

[Akquisitionsstrukturierung aus steuerlicher Sicht](#) 63

Dr. RETO HEUBERGER, LL.M., Rechtsanwalt, Dipl. Steuerexperte,
Partner bei Homburger, Zürich

[Sweet Equity in Private Equity-Transaktionen](#) 97

MARC WALTER, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei
Wenger Vieli AG, Zürich
JONAS BÜHLMANN, Dipl. Steuerexperte, Counsel bei Wenger Vieli AG, Zürich

[Private Equity auf der Suche nach Public Targets – PIPE und Take Private](#) 127

Dr. DIETER GERICKE, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei
Homburger, Zürich
CASPAR WEHRLE, Rechtsanwalt, Associate bei Homburger, Zürich

[Purpose, mission lock and capped profits: can steward ownership appeal to private equity?](#) 151

Dr. MICHEL JACCARD, LL.M., Rechtsanwalt, Partner bei
id est avocats sàrl, Lausanne

Ausgewählte Besonderheiten bei M&A-Transaktionen durch Private Equity Funds

Tino Gaberthüel / Till Haechler*

Inhalt

I.	Einleitung	10
II.	Private Equity in der Schweiz – Zahlen und Trends	10
1.	Zahlen	10
a)	Anzahl und Grösse der M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften durch PE (2014-2023)	11
b)	M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften durch PE nach Grössenkatgorie (2014-2023)	12
c)	Top 10 Buyouts mit Schweizer Zielgesellschaften (2019-2023)	12
2.	Aktuelle Trends	13
III.	PE vs. strategische Käufer	16
1.	Qualitative Unterschiede	16
a)	Gründe für die Transaktion	16
b)	Auswahl der Zielgesellschaft	17
c)	Rolle des Käufers	17
d)	Beteiligungshöhe	17
e)	Kaufpreis	18
f)	Kaufpreisfinanzierung	18
g)	Bedeutung des Managements	19
h)	Dauer der Investition	19
2.	Quantitative Unterschiede	20
IV.	Ausgewählte Aspekte bei Buyout-Transaktionen durch PE	20
1.	Typische Workstreams von Buyout-Transaktionen	20
a)	Juristische Workstreams	21
b)	Nicht-juristische Workstreams	22
2.	Legal Due Diligence in Buyout-Transaktionen	23
a)	Notwendigkeit und Umfang	23
b)	Schwerpunkte in der juristischen Due Diligence	23
3.	Aktienkaufvertrag mit PE als Partei	24
a)	Kaufpreis	24
b)	Gewährleistungen (R&W) und Schadloshaltungen	24
c)	Vollzugsbedingungen	25
d)	Weitere Klauseln und Pflichten im Zusammenhang mit der Finanzierung	26

* Tino Gaberthüel ist Partner und Till Haechler Associate bei Lenz & Staehelin in Zürich.

V.	Ausgewählte Aspekte bei der Strukturierung von M&A-Transaktionen durch PE	27
1.	Typische Akquisitionsstrukturen	27
2.	Managementbeteiligung (Management Incentive Plan)	28
a)	Motive	28
b)	Strukturierung	29
c)	Incentivierung	29
d)	Vertragliche Grundlagen	30
3.	Co-Investments	31
a)	Typische Konstellationen und Motive	31
b)	Ausgewählte Governance-Themen für PE und Co-Investoren	33
	Literaturverzeichnis	35

I. Einleitung

Dieser Beitrag behandelt ausgewählte Aspekte von M&A-Transaktionen durch Private-Equity-Funds (nachfolgend „PE“). Zunächst werden ein paar aktuelle Zahlen und Trends zu Private Equity-Transaktionen (nachfolgend „PE-Transaktionen“) in der Schweiz beleuchtet ([Kapitel II](#)). Anschliessend werden die grundlegenden Unterschiede zwischen M&A-Transaktionen durch PE und solchen durch strategische Käufer aufgezeigt ([Kapitel III](#)), gefolgt von einer Übersicht ausgewählter Besonderheiten bei Buyout-Transaktionen in Bezug auf die relevanten Workstreams, die Due Diligence und den Aktienkaufvertrag ([Kapitel IV](#)). Schliesslich werden spezifische Strukturierungsfragen hinsichtlich der Beteiligung des Managements und Co-Investitionen beleuchtet ([Kapitel V](#)). Die präsentierten Erkenntnisse basieren auf den praktischen Erfahrungen der Autoren. Für eine vertiefte Darstellung von Teilaspekten wird auf die Spezialliteratur verwiesen.

II. Private Equity in der Schweiz – Zahlen und Trends

i. Zahlen

Die Publikationen und statistischen Erhebungen zur M&A-Aktivität von PE sind zahlreich.¹ Die meisten dieser Veröffentlichungen nehmen dabei eine internationale oder US-amerikanische Perspektive ein, wohingegen eine spezifisch schweizerische Sichtweise seltener ist.

¹ Vgl. z.B. Bain & Company.

a) Anzahl und Grösse der M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften durch PE (2014-2023)

In den letzten zehn Jahren (2014-2023) wurden im Durchschnitt pro Jahr rund 87 M&A-Transaktionen, welche eine Schweizer Zielgesellschaft betrafen, mit Beteiligung von PE registriert. Das aggregierte Deal-Volumen dieser Transaktionen belief sich im genannten Zeitraum auf durchschnittlich USD 12 Mrd. pro Jahr. Seit 2019 haben die PE-Buyouts und PE-Exits mit Schweizer Zielgesellschaften stark zugenommen. Spitzenwerte wurden im Jahr 2021 erreicht mit insgesamt 166 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von USD 33 Mrd. Seither ist der Trend leicht rückläufig. 2023 wurden 124 M&A-Transaktionen mit PE-Beteiligung mit einem Gesamtwert von USD 10 Mrd. auf Mergermarket erfasst.² Damit war 2023 die Anzahl der M&A-Transaktionen durch PE in der Schweiz im 10-Jahres-Vergleich immer noch überdurchschnittlich hoch, das Deal-Volumen aber leicht unterdurchschnittlich. Es lässt sich somit konstatieren, dass 2023 in der Schweiz immer noch erhebliche M&A-Aktivität durch PE stattfand, wobei sich diese tendenziell auf kleinere Transaktionen konzentrierte. Wir gehen davon aus, dass PE auch weiterhin eine wesentliche Rolle bei M&A-Transaktionen in der Schweiz spielen werden.

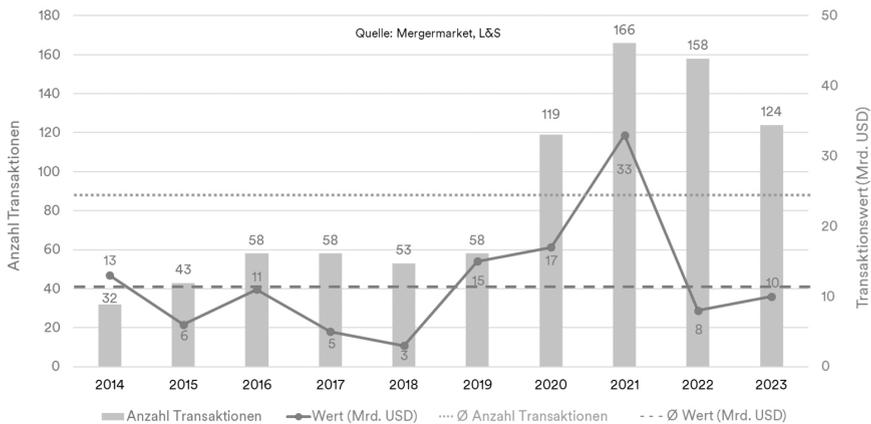


Abbildung 1: Anzahl und Grösse der M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften durch PE (2014-2023)

² Die in diesem Beitrag dargestellten Zahlen von Mergermarket können sich aufgrund von nachträglichen Meldungen noch leicht verändern.

b) *M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften durch PE nach Grössenkat­egorie (2014-2023)*

Eine Aufschlüsselung der PE-Transaktionen nach Grössenkat­egorie zeigt, dass in den letzten zehn Jahren rund 80% aller M&A-Transaktionen durch PE (Buy-outs und Exits) in Bezug auf Schweizer Zielgesellschaften ein Volumen von weniger als USD 50 Mio. aufwiesen (sog. Small Cap-Transaktionen).³ Mid Cap-Transaktionen (USD 50 Mio. bis 500 Mio.) und Large Cap-Transaktionen (über USD 500 Mio.) finden im Schweizer Markt demgegenüber deutlich seltener statt. Dieses Grössenverhältnis blieb in den vergangenen zehn Jahren relativ stabil. Zum Beispiel wurden 2023 auf Mergermarket 104 Transaktionen durch PE mit Schweizer Zielgesellschaften im Small Cap-Bereich registriert. Im Vergleich dazu gab es im gleichen Jahr nur 16 Mid Cap-Transaktionen und nur vier Large Cap-Transaktionen, an denen PE beteiligt waren. Diese 2023 registrierte Verteilung entspricht in etwa dem Trend der vergangenen zehn Jahre.



Abbildung 2: M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften durch PE nach Grössenkat­egorie (2014-2023) (Quelle: Mergermarket, L&S)

c) *Top 10 Buyouts mit Schweizer Zielgesellschaften (2019-2023)*

Mit Blick auf die zehn grössten Buyouts durch PE der letzten fünf Jahre fällt auf, dass keine dieser Transaktionen eine kotierte Schweizer Zielgesellschaft betraf. U.E. liegt das nicht primär am mangelnden Interesse von PE an möglichen kotierten Zielgesellschaften. In der Praxis lässt sich durchaus ein ste-

³ Die Transaktionen, bei denen auf Mergermarket keine Wertangabe registriert ist, wurden für die Zwecke dieser Statistik als Small Cap-Transaktionen gezählt.

tiges Interesse von PE an sog. „Take-Private“-Transaktionen feststellen.⁴ Die Gründe, warum sich solche Transaktionen trotzdem (noch) nicht bzw. eher selten materialisieren, sind vielfältig.⁵

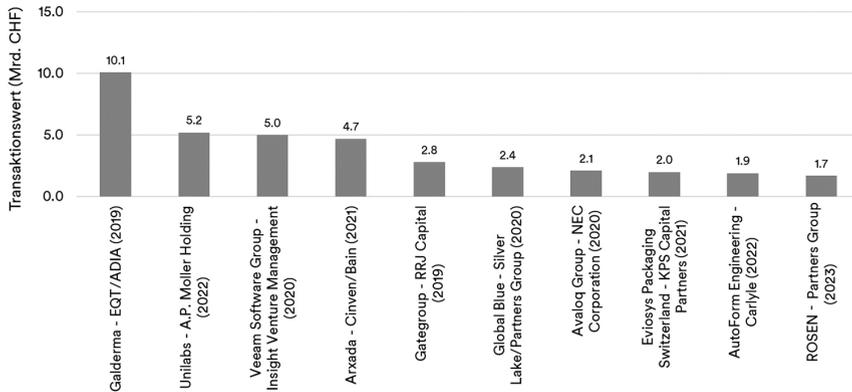


Abbildung 3: Top 10 Buyouts mit Schweizer Zielgesellschaften (2019–2023) (Quelle: Mergermarket, L&S)

2. Aktuelle Trends

Im Juli 2022 titelte *The Economist*: „Private Equity may be heading for a fall – the era of rising valuations and cheap debt is over.“⁶ Diese Prognose bewahrheitet sich. Nach einem langen Jahrzehnt der Tiefzinspolitik war die Fallhöhe denkbar hoch. Seither mehrten sich die Negativschlagzeilen in der internationalen Finanzpresse: Inflation, höhere Zinsen, geopolitische Unsicherheiten in der Ukraine und dem Nahen Osten – all dies stellt PE vor Herausforderungen, mit Auswirkungen auf die Zahl, Grösse und Art der von ihnen durchgeführten M&A-Transaktionen. Diese internationalen Entwicklungen spiegeln sich auch auf dem Schweizer M&A-Markt wider.

Buyout-Transaktionen weisen typischerweise einen relativ hohen Fremdfinanzierungsanteil auf. Höhere Zinsen machen die Finanzierung dieser Trans-

⁴ Ein jüngstes Beispiel dafür ist der 2024 (zumindest vorerst) gescheiterte Übernahmeversuch von Software One durch Bain Capital und drei Gründeraktionäre. Der Verwaltungsrat von Software One hielt die Offerte des Konsortiums für zu tief und lehnte sie folglich ab. Dazu Triebe.

⁵ Ein Grund dafür sind wohl die hohen Finanzierungskosten solcher Transaktionen.

⁶ *The Economist*.

aktionen entsprechend teurer.⁷ Wie die oben dargestellten Zahlen zeigen⁸, führt dies dazu, dass die von PE seit 2022 durchgeführten M&A-Transaktionen tendenziell eher etwas kleiner sind. Dies fällt insbesondere bei PE auf, die sonst für grössere M&A-Transaktionen bekannt sind.⁹

Die Herausforderungen bei der Finanzierung von M&A-Transaktionen durch PE wirken sich auch auf deren Strukturierung aus. Die Praxis zeigt, dass PE in den letzten drei Jahren zunehmend vielfältigere Transaktionsstrukturen in Betracht gezogen haben. Dazu gehören der Erwerb von Minderheitsbeteiligungen, die Übernahme von Zielgesellschaften durch mehrere PE (sog. Club Deals) und Co-Investitionen mit strategischen Investoren.¹⁰ Diese Transaktionsstrukturen erlauben es dem PE, eine tendenziell tiefere Beteiligung an einer Zielgesellschaft zu erwerben und damit das Investitionsrisiko sowie den Fremdkapitalbedarf zu reduzieren. In der Praxis führen diese Transaktionsstrukturen zu komplexen Verhandlungen insbesondere auch unter den Co-Investoren (beispielsweise bezüglich Governance-Struktur nach Vollzug der Übernahme).

Auch die Art der Finanzierung von M&A-Transaktionen durch PE hat sich verändert. Im Vergleich zu PE-Transaktionen in den 2010er- und den frühen 2020er-Jahren ist der Eigenfinanzierungsanteil heute tendenziell höher.¹¹ Teilweise sah man M&A-Transaktionen durch PE, die gänzlich ohne Fremdfinanzierung durchgeführt wurden.¹² Während Finanzierungen durch Banken zwar weiterhin wichtig bleiben, treten vermehrt auch Nicht-Banken (sog. Private Debt-Anbieter) als Fremdkapitalgeber von PE in M&A-Transaktionen auf.¹³ Auffallend ist, dass bekannte US-amerikanische PE Private Debt heute nicht nur als alternative Form der Finanzierung¹⁴ nutzen, sondern sich auch selbst als Private Debt-Anbieter an M&A-Transaktionen beteiligen.¹⁵

Das veränderte Marktumfeld führt ferner dazu, dass PE vermehrt alternative Formen des Exits in Betracht ziehen. Aufgrund des steigenden Zinsaufwands und der tendenziell tieferen Bewertungen der Zielgesellschaften sind die klassi-

⁷ Vgl. dazu Bain & Company, 13; ferner zu den Auswirkungen der steigenden Zinsen auf Private Equity: Gara/Platt/Louch.

⁸ Siehe oben, [II.1.a](#).

⁹ Vgl. Dummett/Cooper.

¹⁰ Siehe ausführlich unten, [V.3](#).

¹¹ Vgl. dazu Bain & Company, 13.

¹² Vgl. Oguh/Sen.

¹³ Vgl. Demos.

¹⁴ Weitere Finanzierungsalternativen für PE sind sog. Vendor Loans, Net Value Financing und Margin Loans; vgl. dazu ausführlich Gara/Louch.

¹⁵ Vgl. Wirz.

schen Exit-Routen (insbesondere Trade Sale¹⁶ und IPO) zurzeit weniger lukrativ. Eine Alternative bieten zum Beispiel sog. Continuation Funds. PE-Gesellschaften setzen Continuation Funds ein, um bestehende Portfoliogesellschaften an einen neuen Fund zu verkaufen, anstatt die betreffende Portfoliogesellschaft im Rahmen eines Trade Sales an einen Dritten zu verkaufen oder an die Börse zu bringen.¹⁷ Ein solcher Verkauf an einen Continuation Fund geschieht typischerweise, wenn die Laufzeit des ursprünglichen Funds endet, aber der Zeitpunkt für einen Verkauf an einen Dritten ungünstig ist. Durch einen Continuation Fund können bereits vor dem eigentlichen Exit, Ausschüttungen an die Investoren (sog. Limited Partners) des ursprünglichen Funds getätigt werden.¹⁸

Schliesslich führen die Herausforderungen bei M&A-Transaktionen auch dazu, dass PE tendenziell einen stärkeren Fokus auf die bereits erworbenen Portfoliogesellschaften legen (statt auf den Erwerb von neuen). Die Verbesserung der Rendite der Portfoliogesellschaften steht dabei im Vordergrund. Zur Erreichung der Renditeziele werden u.a. auch sog. Add on-Akquisitionen getätigt.¹⁹ Dabei handelt es sich um M&A-Transaktionen, bei denen eine bestehende, von einem PE gehaltene Portfoliogesellschaft selbst als Käufer auftritt und ein betriebswirtschaftlich passendes Target erwirbt. In der Praxis lässt sich in den letzten 2-3 Jahren eine Zunahme solcher Add on-Akquisitionen beobachten.²⁰

Angesichts der anhaltenden geopolitischen Spannungen und der immer noch vergleichsweise hohen Zinsen ist nicht auszuschliessen, dass PE auch 2024 eher zurückhaltend investieren werden. Obwohl zahlreiche PE weiterhin – auch in der Schweiz – potenzielle Übernahmeziele prüfen, kommt es zurzeit noch vergleichsweise selten zum Abschluss solcher M&A-Transaktionen. Diejenigen M&A-Transaktionen, die dennoch durchgeführt werden, weisen hingegen tendenziell eine höhere Komplexität auf, insbesondere in Bezug auf ihre Strukturierung und Finanzierung.

¹⁶ D.h. ein Verkauf an einen strategischen Investor oder anderen PE.

¹⁷ Louch/Levingston.

¹⁸ Louch/Levingston.

¹⁹ Vgl. Dummett/Cooper.

²⁰ Ein Beispiel dafür ist die M&A-Expansionsstrategie der Kommunikationsagentur Farner, welche Medienberichten zufolge durch einen PE (Waterland) kontrolliert wird; dazu Benz.

III. PE vs. strategische Käufer

1. Qualitative Unterschiede

Um die Besonderheiten von M&A-Transaktionen durch PE herauszuarbeiten, wird nachfolgend zunächst auf die grundlegenden Unterschiede zwischen PE und strategischen Investoren in Bezug auf M&A-Transaktionen eingegangen. Die folgenden Ausführungen sind dabei notwendigerweise typisierender Natur und in der Praxis kommt es häufig zu Abweichungen und Mischformen.

a) Gründe für die Transaktion

In erster Linie unterscheiden sich die beiden Investorentypen in Bezug auf die *Gründe für die Transaktion*. PE geht es in der Regel darum, ein (unterbewertetes) Zielunternehmen zu erwerben, eine Wertsteigerung zu erzielen und es später gewinnbringend wieder zu veräußern.²¹ Typischerweise wird dabei zwischen den folgenden drei Strategien unterschieden: (i) Buy & Sell, (ii) Buy & Build und (iii) Buy & Restructure. Im Rahmen einer Buy & Sell-Strategie erwirbt ein PE ein Unternehmen mit dem Ziel, es durch operative und strategische Verbesserungen zu optimieren und es später mit Gewinn zu verkaufen. Bei einer Buy & Build-Strategie wird eine bestehende Portfoliogesellschaft durch Zukäufe (sog. Add on-Akquisitionen) erweitert, um eine starke Wettbewerbsposition zu erlangen und Synergien zu nutzen. Schliesslich zielt die Buy & Restructure-Strategie auf den Erwerb eines Unternehmens, das finanziell herausgefordert ist, um dieses (wiederum im Hinblick auf einen zukünftigen Verkauf) grundlegend zu restrukturieren und strategisch neuauszurichten.²² Davon unterscheiden sich die typischen Motive eines strategischen Käufers bei einer M&A-Transaktion. Strategische Käufer sind typischerweise daran interessiert, durch einen Unternehmenserwerb neue (geografische) Märkte zu erschliessen oder neue Technologien oder Produktesparten zu erwerben.²³ M&A-Transaktionen sind damit Teil einer betriebswirtschaftlichen Strategie, ohne dass finanzielle Motive dabei unmittelbar im Vordergrund stehen. Umgekehrt geht es strategischen Investoren auch als Verkäufer in der Regel nicht um die Realisierung einer zuvor erzielten Wertsteigerung, sondern um die Bereinigung des Portfolios zwecks Verschlinkung und Erhöhung der eigenen Profitabilität.

²¹ Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Grundlagen, Rz. 27 und 57.

²² Dazu ausführlich Clauss/Jäckle/Strehle, Grundlagen, Rz. 92 ff.

²³ Zu den Investitionsmotiven von strategischen Investoren: Frick, Rz. 19.

b) *Auswahl der Zielgesellschaft*

Diese unterschiedlichen Gründe für M&A-Transaktionen schlagen sich auch in der *Auswahl der Zielgesellschaft* nieder. Ein PE wählt eine Zielgesellschaft typischerweise danach aus, ob diese im Vergleich zur aktuellen Bewertung über ein Potenzial für eine Wertsteigerung verfügt. Ein strategischer Käufer wählt die Zielgesellschaft hingegen mit Blick darauf aus, ob ein „strategischer Fit“ vorliegt (d.h. ob beispielsweise hinreichendes Synergiepotenzial vorhanden ist oder ob der Erwerb der Zielgesellschaft neue Märkte und Technologien erschliesst).

c) *Rolle des Käufers*

In Bezug auf die *Käuferrolle* unterscheiden sich PE und strategische Käufer darin, dass PE – anders als strategische Investoren – typischerweise eine transaktionsspezifische Akquisitionsstruktur errichten. Als Teil dieser Akquisitionsstruktur tritt ein speziell für den Erwerb einer Zielgesellschaft gegründete Akquisitionsgesellschaft formal als Käufer auf. Diese Akquisitionsgesellschaft ist typischerweise eingebettet in einen ganzen „Corporate Tower“ von Haltegesellschaften, über die sich der PE indirekt an der Zielgesellschaft beteiligen lässt. Bei einem strategischen Käufer gestaltet sich der Aufbau der Akquisitionsstruktur oftmals deutlich einfacher. Häufig treten bereits bestehende Gruppengesellschaften als Käufer auf. Regelmässig wird die Zielgesellschaft möglichst rasch nach Transaktionsvollzug komplett in die Käufergruppe integriert und fusioniert.

d) *Beteiligungshöhe*

Auch in Bezug auf die typischerweise angestrebte *Beteiligungshöhe* bestehen Unterschiede: Ein strategischer Käufer strebt in aller Regel den Erwerb von 100% der Aktien Zielgesellschaft an. Dies vereinfacht eine spätere Integration in das Unternehmen des Käufers zwecks Erreichung der mit der Transaktion verfolgten strategischen Ziele. Auch PE streben regelmässig den Erwerb von 100% der Aktien der Zielgesellschaft an. Jedoch sind die Investitionsstrukturen bei PE diverser. Im Rahmen von Co-Investitionen sind PE oftmals auch bereit, nur eine Mehrheits- oder sogar bloss eine Minderheitsbeteiligung zu erwerben. Neben dem PE hat das Management der Zielgesellschaft typischerweise die Möglichkeit, sich ebenfalls zu beteiligen.

e) Kaufpreis

Bezüglich des *Kaufpreises* liegt der Hauptunterschied darin, dass der PE – sowohl in der Käufer- als auch Verkäuferrolle – in der Regel einen fixen Kaufpreis bevorzugt. Strategische Käufer sind demgegenüber offener in Bezug auf mögliche Strukturierungsvarianten des Kaufpreises. Strategische Käufer verfügen über grössere Flexibilität in der Kaufpreisgestaltung, da sie – anders als PE – nicht verpflichtet sind, innerhalb eines bestimmten Zeitraums Ausschüttungen an die eigene Investorenbasis vorzunehmen.²⁴

Strategische Käufer sind tendenziell bereit, einen höheren Kaufpreis zu bezahlen als PE. Dies ist insbesondere der Fall, wenn der Strategie Synergien zwischen dem bestehenden Unternehmen und der Zielgesellschaft erwartet.²⁵ Manchmal ist es einem strategischen Investor überdies möglich, den Kaufpreis nicht bar, sondern zumindest teilweise in eigenen (kotierten) Aktien zu bezahlen, was für ein PE in der Regel nicht in Frage kommt.²⁶ Schliesslich wird ein strategischer Investor die M&A-Transaktion vergleichsweise günstig finanzieren können, insbesondere falls es sich bei ihm z.B. um ein etabliertes Grossunternehmen handelt.²⁷ Dies kann sich wiederum auf die Höhe des offerierten Kaufpreises auswirken.

f) Kaufpreisfinanzierung

Ein typisches Merkmal einer M&A-Transaktion durch PE ist, dass sie zu einem relativ hohen Grad durch Fremdkapital (insbesondere von Banken und Private Debt-Anbietern) finanziert ist. Dieser relativ *hohe Fremdkapitalanteil* erlaubt es dem PE, eine höhere Rendite zu erzielen. Im Unterschied dazu setzt der strategische Käufer regelmässig mehr eigene finanzielle Ressourcen ein.

Ein PE ist zudem eher kritisch gegenüber bestehendem Fremdkapital in der Bilanz der Zielgesellschaft. Ein PE verlangt typischerweise, dass ausstehende Schulden zum Zeitpunkt des Vollzugs der Transaktion zurückbezahlt werden und durch vom PE arrangierte Finanzierungen ersetzt werden.²⁸

²⁴ Strategische Verkäufer sind daher zum Beispiel offener gegenüber Earn-Out- und Milestone-Zahlungen.

²⁵ Differenzierend Hammer et al., 1 ff.

²⁶ Vgl. Corporate Finance Institute.

²⁷ Vgl. Corporate Finance Institute.

²⁸ Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 46.

g) *Bedeutung des Managements*

Bemerkenswert ist auch die unterschiedliche *Bedeutung des Managements*. Ein PE verfügt üblicherweise nicht über fach- und branchenkundiges Personal, welches das Management der Zielgesellschaft übernehmen könnte.²⁹ Der PE ist deshalb daran interessiert, das bestehende Management weiterzubeschäftigen und langfristig an die Zielgesellschaft zu binden. Dies wird häufig dadurch erreicht, dass sich das Management an der Zielgesellschaft (indirekt) beteiligt und dadurch an der Wertsteigerung während der Haltedauer des PE partizipiert. Im Gegensatz dazu kommt es bei einem Erwerb durch einen strategischen Käufer nicht selten zur Auswechslung des Managements. Der strategische Käufer verfügt regelmässig selbst bereits über ein geeignetes Management und wird dieses gewöhnlicher Weise auch in der Zielgesellschaft einsetzen wollen. Auch strategischen Käufern kann es aber ein Anliegen sein, dass sich bestimmte Schlüsselpersonen in der Zielgesellschaft für die Dauer des Vollzugs der Transaktion sowie für eine Übergangsphase weiterhin engagieren, damit die Integration und ein allfälliger Knowhow-Transfer erfolgreich umgesetzt werden kann. Ein strategischer Käufer wird dazu zum Beispiel Transaktions- und Retentionsboni einsetzen. Eine Rückbeteiligung des Managements kommt für den strategischen Käufer demgegenüber eher selten in Frage.

h) *Dauer der Investition*

Schliesslich unterscheiden sich PE und strategische Käufer auch mit Blick auf die *Dauer der Investition*. Der PE erwirbt eine Zielgesellschaft mit dem Ziel, sie später gewinnbringend wieder zu verkaufen. Der Erlös aus einem solchen Exit wird später an die Investoren (Limited Partners) ausgeschüttet. Daraufhin wird der Fund üblicherweise liquidiert. Die Dauer der Investition (d.h. von Kauf/Buyout bis Exit) beträgt in der Regel zwischen drei und sechs Jahren.³⁰ Ein strategischer Käufer hat im Vergleich dazu einen langfristigen Investitionshorizont. Er erwirbt die Zielgesellschaft normalerweise ohne konkrete Absicht, sie später wieder zu verkaufen.

²⁹ von Werder/Li, 1737.

³⁰ Zeisberger.

2. Quantitative Unterschiede

Zahlenmässig sind PE für einen wesentlichen Teil der M&A-Transaktionen in der Schweiz verantwortlich. An rund 30% aller M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaft sind PE beteiligt.³¹ Auch wertmässig fallen M&A-Transaktionen mit PE ins Gewicht. 2023 wurden Schweizer M&A-Transaktionen im Gesamtvolumen von CHF 39 Mrd. durchgeführt, wovon CHF 10 Mrd. auf Transaktionen mit PE entfielen.³²

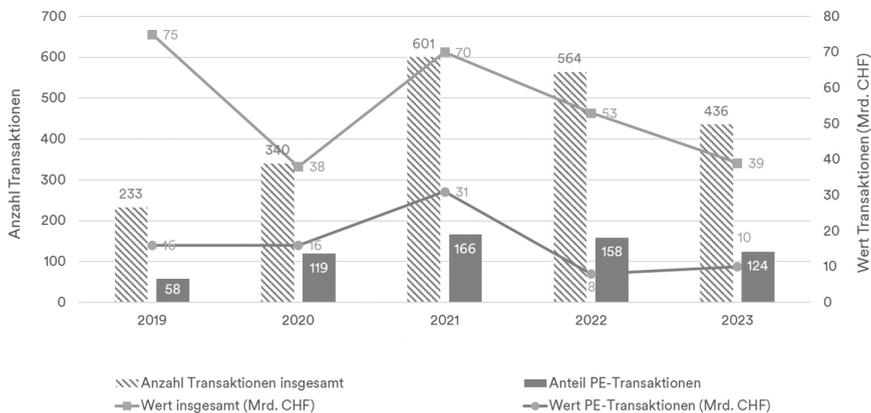


Abbildung 4: M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften durch strategische Käufer und PE (2019-2023) (Quelle: Mergermarket, L&S)

IV. Ausgewählte Aspekte bei Buyout-Transaktionen durch PE

1. Typische Workstreams von Buyout-Transaktionen

Buyout-Transaktionen durch PE sind ein relativ komplexer Prozess, bei dem zahlreiche Workstreams parallel zueinander verlaufen und entsprechend zu koordinieren sind. Nachfolgend werden die wichtigsten (juristischen und nicht-juristischen) Workstreams kurz skizziert.

³¹ So gab es im Jahr 2023 436 M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaft, an 124 davon waren PE beteiligt.

³² Im M&A-Spitzenjahr 2021 machte der Anteil der von PE durchgeführten Transaktionen noch mehr aus: 2021 wurden Schweizer M&A-Transaktionen im Gesamtvolumen von CHF 70 Mrd. durchgeführt, wovon CHF 31 Mrd. auf Transaktionen mit PE entfielen.

a) *Juristische Workstreams*

Bei einer Buyout-Transaktion durch einen PE bestehen typischerweise folgende juristische Workstreams:

- *M&A*: Dem M&A-Workstream kommt eine Schlüssel- und Scharnierfunktion zu. Dieser Workstream unterscheidet sich nicht grundlegend von dem bei einer gewöhnlichen M&A-Transaktionen ohne PE-Bezug. Im Rahmen dieses Workstreams wird eine juristische Due Diligence der Zielgesellschaft durchgeführt. Zudem werden Verhandlungen geführt über die Transaktionsverträge (insbesondere den Aktienkaufvertrag und bei Co-Investitionen auch über den Aktionärbindungsvertrag) und über die Police der Gewährleistungsversicherung (WI Insurance). Hier spielen Käufer- und Verkäuferseitig die M&A-Anwälte eine zentrale Rolle. Oftmals sind – insbesondere im Rahmen der juristischen Due Diligence – Anwaltskanzleien aus zahlreichen Jurisdiktionen involviert und werden vom Lead Counsel koordiniert.
- *Akquisitionsstruktur*: Ein besonderer Schwerpunkt bei einer PE-Transaktion bildet die Planung und Umsetzung der Akquisitionsstruktur. Häufig wird die Strukturierung von einem (ausländischen) Steuerberater vorgenommen und in einem sog. Tax Strawman festgehalten. Schweizer M&A-Anwälte spielen bei der Planung der Akquisitionsstruktur in der Regel eine etwas weniger zentrale Rolle. Ihnen kommt allerdings eine wichtige Rolle bei deren Umsetzung zu. Insbesondere ist es häufig notwendig, sehr kurzfristig Schweizer Gesellschaften (Akquisitionsvehikel) zu gründen. Dies kann angesichts der Anforderungen des Schweizer Rechts (öffentliche Beurkundung, Anmeldung beim Handelsregister, Kapitaleinzahlungskonto) eine gewisse Herausforderung sein.
- *Finanzierung*: Der Finanzierungs-Workstream ist bei einer PE-Transaktion besonders wichtig. Dabei geht es um die Beschaffung von hinreichend Eigen- und Fremdkapital zur Finanzierung der Akquisition. Dieser Workstream ist besonders nach Unterzeichnung (und vor Vollzug) des Aktienkaufvertrags aktiv. Vor Unterzeichnung des Aktienkaufvertrags werden typischerweise erst die sog. Equity und Debt Commitment Letters unterzeichnet. Darin bestätigen die Investoren und Fremdkapitalgeber gegenüber dem Verkäufer, bestimmte Kapitalbeträge für die Finanzierung der Akquisition bereitzustellen. Die eigentlichen Finanzierungsverträge werden oft erst im Hinblick auf den Vollzug der Transaktion ausgearbeitet und abgeschlossen. Im Rahmen des Finanzierungs-Workstreams spielen neben den Anwälten des PE als Käufer auch die Anwälte der Banken eine zentrale Rolle.
- *Regulatorische Aspekte*: Je nach Art und Ausgestaltung der Transaktion sind kartell- und investitionskontrollrechtliche Meldepflichten zu beachten. Der

regulatorische Workstream unterscheidet sich nicht wesentlich von einer M&A-Transaktion ohne PE-Bezug. Erwähnenswert ist, dass PE-Transaktionen in der Regel innerhalb eines vergleichsweise kurzen Zeitfensters durchgeführt werden. Dies liegt unter anderem daran, dass die Entscheidungsprozesse bei einem PE in der Tendenz weniger zeitaufwändig sind als bei einem strategischen Käufer. Diese Geschwindigkeit steht in einem Spannungsverhältnis zu den teils langwierigen in- und ausländischen Kontrollverfahren, was bei der Transaktionsplanung zu beachten ist.

- *Transitional Services*: Der Workstream *Transitional Services* befasst sich mit Dienstleistungen, die der Verkäufer für die Zielgesellschaft für die Dauer einer Übergangsphase erbringt. Derartige Dienstleistungen sind insbesondere bei *Carve out*-Transaktionen notwendig und werden im Rahmen eines sog. *Transitional Services Agreement* geregelt. Ein PE legt beim Verhandeln von *Transitional Services Agreements* typischerweise besonders Wert darauf, dass geplante betriebliche Verbesserungen und zukünftiges (starkes) Wachstum nach Vollzug der Transaktion möglich sind. Ansonsten bestehen bei diesem Workstream keine wesentlichen PE-spezifischen Besonderheiten.
- *Beteiligung des Managements*: Wie bereits oben ausgeführt, ist ein Wesensmerkmal einer M&A-Transaktion durch PE die Rückbeteiligung des Managements. Dieser Workstream ist eng mit dem M&A- und Strukturierungs-Workstream verknüpft und wird in einem nachfolgenden Kapitel separat behandelt.³³

b) *Nicht-juristische Workstreams*

Auf einer *Buyout*-Transaktion durch einen PE gibt es typischerweise eine Vielzahl von nicht-juristischen Workstreams. Dazu zählen die Workstreams *Buchhaltung*, *ESG* (insbesondere *Umweltschutz*, *Arbeitssicherheit*), *Altersvorsorge* und *Sozialversicherungen* sowie *Strategieplanung*. In diesen nicht-juristischen Arbeitssträngen ist wiederum eine ganze Reihe von Berater-Teams aktiv. Der *Senior Business Advisor* hat dabei eine Schlüsselfunktion. Je nach Ausgestaltung des konkreten Beratungsmandats nimmt dieser bei der (*Commercial*) *Due Diligence*, der Verhandlungsführung, der *Post-Closing Restrukturierung* aber auch der späteren *Exit-Strategie* eine beratende Funktion ein. Daneben verfügt auch der *Debt Advisor* über eine wichtige Rolle bei der Beratung zu Finanzierungsthemen (z.B. mögliche Finanzierungsarten, Auswahl der Banken). Insgesamt besteht bei PE-*Buyouts* ein erhöhter Beratungs- und damit auch Koordinationsbedarf. Dies ist einerseits der oftmals limitierten Branchener-

³³ Vgl. dazu unten, [V.2](#).

fahrung der PE geschuldet, andererseits aber auch auf die vergleichsweise hohen Erwartungen und ambitionierten Ziele dieser Investorengruppe zurückzuführen.

2. Legal Due Diligence in Buyout-Transaktionen

a) *Notwendigkeit und Umfang*

Der juristischen Due Diligence kommt in Buyout-Transaktionen eine wichtige Bedeutung zu. Ein PE kann in der Regel nicht darauf verzichten, eine Due Diligence durchzuführen.³⁴ Die Notwendigkeit einer Due Diligence ergibt sich bereits aus den Anforderungen der Fremdkapitalgebern und auch der Gewährleistungsversicherung (sog. WI Insurance), die sonst in der Regel nicht bereit sind, Fremdkapital zur Verfügung zu stellen bzw. Versicherungsschutz zu gewähren.

Im Vergleich zu M&A-Transaktionen ohne Beteiligung von PE ist die Due Diligence bei Buyout-Transaktionen auch vom Umfang her eher umfassender. Dies gilt sowohl für die juristische als auch die nicht-juristische (d.h. kommerzielle, finanzielle, steuerliche, technische, ESG) Due Diligence. Dementsprechend ist auch der Bedarf an externer Expertise für die Due Diligence gross. Dieser Bedarf ergibt sich wiederum auch daraus, dass PE in der Regel über limitierte Branchenkenntnisse verfügen.³⁵ PE werden die Berichte ihrer externen Berater (sog. Due Diligence Reports) oftmals auch den Fremdkapitalgebern und der Gewährleistungsversicherung aushändigen.³⁶

b) *Schwerpunkte in der juristischen Due Diligence*

Dem PE ist es im Rahmen der Due Diligence ein zentrales Anliegen, herauszufinden, ob die Zielgesellschaft auch ohne den bisherigen Aktionär über ein hinreichendes Wertsteigerungspotenzial verfügt.³⁷ Dies ist auch bei der juristischen Due Diligence im Hinterkopf zu behalten. In finanzieller Hinsicht ist dem PE wichtig, dass die Zielgesellschaft konstante und voraussehbare Cashflows hat. Entsprechend ist ein besonderes Augenmerk auf die Laufzeiten und Kündigungsmodalitäten und -fristen der kommerziellen Verträge der Zielge-

³⁴ Vgl. zur Due Diligence ausführlich Frick, Rz. 635 ff.

³⁵ Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Besonderheiten, Rz. 21 und 23.

³⁶ Dies geschieht in der Praxis meist auf sog. Non Reliance Basis, d.h. nur zu Informationszwecken und ohne dass dem Fremdkapitalgeber oder der Versicherung daraus einen Anspruch gegenüber dem entsprechenden Berater erwächst.

³⁷ Clauss/Jäckle/Strehle, Besonderheiten, Rz. 22.

sellschaft zu legen. Weiter ist im Rahmen der juristischen Due Diligence zu prüfen, ob und wie die bestehende Finanzierung der Zielgesellschaft abgelöst werden kann.³⁸ Auch an die Möglichkeit späterer Add on-Akquisitionen und Exit-Möglichkeiten (Stichwort Kapitalmarktfähigkeit) sind bei der juristischen Due Diligence zu denken.³⁹ PE sehen einschränkende Klauseln (z.B. Kontrollwechsel-Klausel, Exklusivitäts-Klauseln) in kommerziellen Verträgen der Zielgesellschaft besonders kritisch, da sie zukünftige betriebliche Veränderungen erschweren können. Zudem sind insbesondere US-amerikanische PE besonders sensibel gegenüber Compliance-Risiken (z.B. Risiken bezüglich Sanktions-, Anti-Korruptions- und Geldwäscherei-Compliance). Folglich sind diese Themen bei der Due Diligence besonders zu berücksichtigen.⁴⁰

3. Aktienkaufvertrag mit PE als Partei

a) Kaufpreis

Wenn ein PE als Käufer auftritt, hat dieser in der Regel einer Präferenz für einen fixen Kaufpreis (sog. Locked Box Kaufpreis). Einzig bei Carve out-Transaktionen, bei denen Finanzzahlen des abgespalteten Teils noch fehlen oder nur für einen begrenzten Zeitraum erhältlich sind, ist der PE unter Umständen bereit, auch als Käufer sog. „Closing Accounts“ zu akzeptieren.

Wenn der PE im Rahmen eines Exits in Form eines sog. Trade Sales (d.h. ein Verkauf an einen strategischen Investor oder anderen PE) als Verkäufer auftritt, ist seine Präferenz für einen fixen Kaufpreis noch ausgeprägter.⁴¹ Dies liegt daran, dass der verkaufende PE nach Vollzug des Exits typischerweise liquidiert wird und die Erlöse an die Investoren ausgeschüttet werden. Die Planung und Umsetzung einer solchen Liquidation wären durch eine zeitlich später stattfindende Kaufpreisanpassung zumindest erschwert. Entsprechend möchte der PE mit einem fixen Kaufpreis einen sog. „Clean Break“ erreichen.

b) Gewährleistungen (R&W) und Schadloshaltungen

Dem PE, der als Käufer auftritt, sind die vom Verkäufer abgegebenen Gewährleistungen wichtig. Typischerweise zeigt der PE eine geringere Bereitschaft dazu, branchenspezifische Risiken über den Kaufpreis auszugleichen.⁴² Dies

³⁸ Clauss/Jäckle/Strehle, Besonderheiten, Rz. 26; Geyrhalter/Zirngibel, Rz. 103.

³⁹ Clauss/Jäckle/Strehle, Besonderheiten, Rz. 22 und 27.

⁴⁰ Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 43.

⁴¹ Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 51 f.

⁴² Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 42.

liegt daran, dass er solche mangels Branchenkenntnis und im Vergleich zu einem strategischen Investor schlechter beurteilen und gegebenenfalls auffangen kann.⁴³ Zudem sind die Gewährleistungen für den PE auch wichtig, um sicherzustellen, dass bestimmte juristische und betriebliche Voraussetzungen erfüllt sind, um zukünftige Renditeerwartungen zu erfüllen. In der Käuferrolle ist der PE in der Regel dazu bereit, eine Gewährleistungsversicherung abzuschliessen und im Gegenzug auf direkte Ansprüche gegenüber dem Verkäufer zu verzichten.

Wie bereits oben ausgeführt, strebt der PE, der als Verkäufer auftritt, einen „Clean Break“ an. Dementsprechend ist er bestrebt, die Abgabe von Gewährleistungen zu vermeiden. Auch Schadloshaltungsklauseln sind für PE nur schwer zu akzeptieren.⁴⁴ Dementsprechend ist eine Gewährleistungsversicherung der Regelfall.⁴⁵ Der Käufer wird damit regelmässig auch einverstanden sein, da Gewährleistungsansprüche unter dem Aktienkaufvertrag gegenüber dem Akquisitionsvehikel als formaler Verkäufer bestehen würden und damit kaum belastbar wären. Mögliche Alternativen bestehen darin, dass die PE-Muttergesellschaft im Rahmen des Aktienkaufvertrags selbst Garantien abgibt zugunsten des Akquisitionsvehikels, oder dass die Durchsetzung allfälliger Gewährleistungs- oder Schadloshaltungsansprüche dadurch sichergestellt wird, dass ein Teil des Kaufpreises (zeitlich limitiert) auf ein Sperrkonto⁴⁶ (sog. Escrow Account) einbezahlt wird. Oftmals werden diese Instrumente kombiniert, wobei die Gewährleistungsversicherung heute das am weitesten verbreitete Mittel zur Sicherung von Gewährleistungsansprüchen gegenüber PE ist.

c) *Vollzugsbedingungen*

Typische Vollzugsbedingungen in einem Aktienkaufvertrag sind kartell- und investitionskontrollrechtliche Genehmigungen. Bei PE als Käufer sind kartellrechtliche Meldepflichten tendenziell weniger problematisch als bei strategischen Käufern, da sie in der Regel nicht bereits in den gleichen Märkten tätig sind wie die Zielgesellschaft (es sei denn sie verfügen bereits über Portfoliogesellschaften in der gleichen Branche).⁴⁷ PE fallen zudem inzwischen zwar in zahlreichen Jurisdiktionen unter die investitionskontrollrechtlichen Meldepflichten. Allerdings stehen die Chancen bei ihnen für eine zeitnahe Freigabe

⁴³ Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 43.

⁴⁴ Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 53.

⁴⁵ Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 451.

⁴⁶ Dazu Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 359 f.

⁴⁷ Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 32.

der Transaktion oft besser als bei Strategen. Dies liegt daran, dass PE mit ihren ausschliesslich finanziellen Motiven weniger dem Verdacht ausgesetzt sind, ein sicherheitsrelevantes Risiko darzustellen.⁴⁸ Die tendenziell tieferen kartell- und investitionskontrollrechtlichen Hürden können in den Vertragsverhandlungen ein Vorteil für PE sein, insbesondere in einem Auktionsprozess.

Im umgekehrten Fall, dass der PE als Verkäufer auftritt, ist es diesem oft ein Anliegen, dass der Kaufvertrag möglichst wenige Vollzugsbedingungen enthält. Dies liegt daran, dass der PE als Verkäufer eine möglichst hohe Transaktionsicherheit anstrebt und folglich das Risiko der ausbleibenden behördlichen Genehmigungen dem Käufer auferlegen möchte. Dies geschieht zum Beispiel über sog. „hell or high water“-Klauseln, wonach der Käufer verpflichtet ist, selbst bei wesentlichen behördlichen Bedingungen oder Auflagen den Aktienkaufvertrag zu vollziehen und bei Ausbleiben der behördlichen Genehmigungen eine sog. Break Fee zu bezahlen.⁴⁹

d) Weitere Klauseln und Pflichten im Zusammenhang mit der Finanzierung

Die Tatsache, dass Buyout-Transaktionen einen vergleichsweise hohen Fremdkapital-Anteil aufweisen, schlägt sich auch in den Aktienkaufverträgen nieder. Für einen PE-Käufer ist es insbesondere wichtig, dem Verkäufer eine Pflicht aufzuerlegen, ihn zwischen Vertragsunterzeichnung und -vollzug bei der Umsetzung der Transaktionsfinanzierung zu unterstützen.⁵⁰ Eine solche Kooperation ist beispielsweise notwendig, um bei der Vorbereitung und Durchführung von Roadshows zu unterstützen, um die notwendigen Informationen und Zahlen zur Zielgesellschaft zuhanden der finanzierenden Banken oder für die Erstellung eines Angebotsprospekts zu liefern oder um die Zielgesellschaften rechtzeitig auf die Gewährung von Sicherheiten vorzubereiten (etwa durch Ausgabe von Aktienzertifikaten oder Statutenrevisionen). Weiter möchte sich der PE-Käufer im Aktienkaufvertrag regelmässig das Recht ausbedingen, seine Rechte unter dem Aktienkaufvertrag als Sicherheit an die Kreditgeber abzutreten.⁵¹

⁴⁸ Vgl. ähnlich Clauss/Jäckle/Strehle, Regulierung, Rz. 19.

⁴⁹ Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 49.

⁵⁰ Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 46.

⁵¹ Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 48.

V. Ausgewählte Aspekte bei der Strukturierung von M&A-Transaktionen durch PE

Die Planung der Akquisitionsstruktur ist ein komplexer Vorgang, der massgeblich von Steuer- und Finanzierungs-Überlegungen geprägt ist. Typischerweise investieren PE über eine im Hinblick auf die Transaktion zu gründende Akquisitionsgesellschaft, die am unteren Ende eines ganzen „Corporate Towers“ von Haltegesellschaften steht. Die nachfolgenden Ausführungen sollen einen Überblick über die typischen Strukturmerkmale geben, ohne im Detail auf die zugrundeliegenden steuerlichen und finanzierungsbezogenen Überlegungen einzugehen.

i. Typische Akquisitionsstrukturen

In der Praxis weisen PE-Akquisitionsstrukturen zum Erwerb einer Schweizer Zielgesellschaft Ähnlichkeiten auf. An der Spitze einer solchen Struktur steht typischerweise der PE. Dieser besteht – vereinfacht gesagt – aus dem General Partner, der die Investitionsentscheide trifft, und den Limited Partners, den eigentlichen Investoren. Darunter findet sich üblicherweise ein mehrstufiger „Corporate Tower“ bestehend aus mehreren Haltegesellschaften. Diese Haltegesellschaften sind je nach Transaktion in unterschiedlichen ausländischen Jurisdiktionen inkorporiert (regelmässig in Luxembourg, den Niederlanden oder den USA, zum Teil aber auch in der Schweiz). An bestimmten Haltegesellschaften sind in der Regel (direkt oder indirekt über eine zusätzliche Beteiligungsgesellschaft) das Management und allfällige Co-Investoren beteiligt. Die Fremdkapitalfinanzierung erfolgt erst auf einer unteren Beteiligungsstufe, um ein sog. „Leakage“ zu verhindern (d.h. ein Abfluss der Mittel an Investoren). Am unteren Ende des „Corporate Towers“ befindet sich schliesslich die eigentliche Akquisitionsgesellschaft.

Grundsätzlich lassen sich die Akquisitionsstrukturen in schweizerische und ausländische unterscheiden. Eine schweizerische Struktur kennzeichnet sich dadurch, dass die Zwischengesellschaften (d.h. die Haltegesellschaften zwischen PE und Zielgesellschaft) in der Schweiz inkorporiert sind. Bei einer ausländischen Struktur handelt es sich stattdessen in der Regel um luxemburgische, niederländische oder US-amerikanische Zwischengesellschaften und einzig bei der eigentlichen Akquisitionsgesellschaft (d.h. der Käuferin unter dem Aktienkaufvertrag) handelt es sich üblicherweise um eine schweizerische Gesellschaft, sofern die Zielgesellschaft selbst ebenfalls in der Schweiz inkorporiert ist.

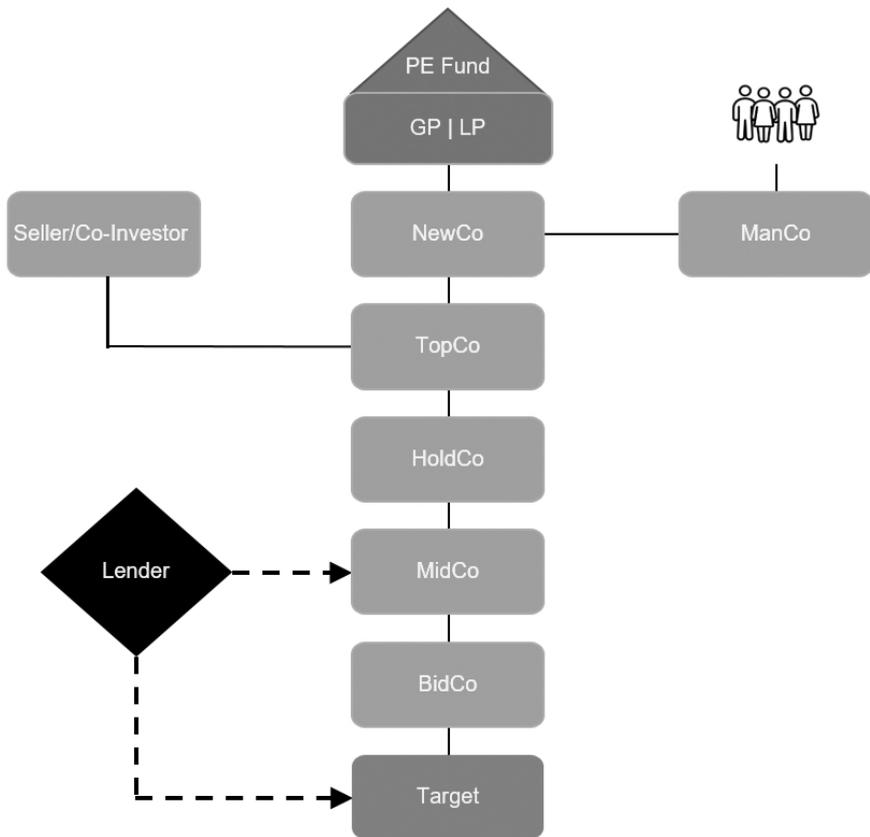


Abbildung 5: Typische Akquisitionsstruktur bei einer M&A Transaktion durch einen PE

2. Managementbeteiligung (Management Incentive Plan)

a) Motive

Es ist typisch für einen PE-Buyout, dass sich das bestehende Management der Zielgesellschaft nach Vollzug der Transaktion an der Zielgesellschaft beteiligt. Dafür gibt es verschiedene Gründe:⁵² Der PE hat ein Interesse daran, das bestehende Management langfristig an die Zielgesellschaft zu binden. Dies dient einerseits der betrieblichen Kontinuität, ist andererseits aber auch erforderlich, weil der PE selbst nicht über das notwendige Knowhow zur operativen Führung der Zielgesellschaft verfügt. Die Management-Beteiligung soll über-

⁵² Dazu von Werder/Li, 1737.

dies sicherstellen, dass auch das Management ein Interesse an einer Wertsteigerung der Zielgesellschaft hat und insofern ein Gleichlauf der Interessen zwischen PE und Management besteht.⁵³ Schliesslich kann die Aussicht auf eine Management-Beteiligung in einem allfälligen Auktionsprozess auch ein Vorteil des PE gegenüber einem strategischen Mitbieter sein. Im Gegensatz zu einem PE wird ein strategischer Käufer dem Management der Zielgesellschaft meist keine Rückbeteiligung in Aussicht stellen können, da sein Ziel üblicherweise ja gerade darin besteht, die Zielgesellschaft vollständig zu erwerben, um sie in die eigene Unternehmensgruppe zu integrieren.

b) Strukturierung

In Bezug auf die Strukturierung der Buyout-Transaktion stellt sich die Frage, auf welcher Beteiligungsstufe sich das Management beteiligt. Die Mitarbeiterbeteiligung erfolgt in der Regel über eine separate Management-Gesellschaft (oder -Partnership), an welcher der PE selbst eine Mehrheit hält. Diese Management-Gesellschaft beteiligt sich dann an einer Zwischengesellschaft und im Corporate Tower (sog. NewCo in Abbildung 5). Damit ist das Management nicht direkt in die Beteiligungskette integriert, sondern bloss indirekt über eine mehrheitlich vom PE gehaltene Management-Gesellschaft. Ein Grund für diese Ausgliederung besteht darin, den potenziellen Einfluss des Managements auf die Akquisitionsstruktur (und dessen Störpotenzial) zu minimieren. Die Governance der Management-Gesellschaft ist typischerweise in einem Aktionärsbindungsvertrag zwischen dem Management und dem PE geregelt. Bei einer schweizerischen Struktur (d.h. einem „Corporate Tower“ mit Schweizer Zwischengesellschaften) erfolgt die Management-Beteiligung aus steuerlichen Gründen teils auch direkt am Akquisitionsvehikel.⁵⁴ Dadurch kann das Management beim Exit regelmässig einen steuerfreien Kapitalgewinn realisieren.

c) Incentivierung

Ein Ziel der Management-Beteiligung ist es, dem Management einen besonderen finanziellen Anreiz zu setzen, den Wert der Zielgesellschaft zu steigern. Dies geschieht dadurch, dass dem Management einen überproportionalen Anteil am Exit-Erlös in Aussicht gestellt wird, sofern ein bestimmter Mindest-erlös überschritten wird. Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht lässt sich das umsetzen, indem die Management-Gesellschaft sog. Ordinary Shares und Preference Shares ausgibt. Die Inhaber der Ordinary Shares sind erst dann

⁵³ Clauss/Jäckle/Strehle, Besonderheiten, Rz. 112.

⁵⁴ Vgl. Frey, 50.

dividendenberechtigt, wenn ein Mindesterloß erreicht wird; die Inhaber der Preference Shares hingegen bereits vor Erreichen der Mindestschwelle, allerdings nur bis zu einem bestimmten Fixbetrag. Alles was über diesen Fixbetrag hinaus als Exit-Erlös erzielt wird, steht den Inhabern der Ordinary Shares zu.⁵⁵ Bei einer schweizerischen Aktiengesellschaft lässt sich diese Art der Incentivierung über die Ausgabe von Vorzugs- und Stammaktien erreichen.⁵⁶ Diese Incentivierung ist darauf ausgerichtet, dass das Management über die Ausgabe von Stammaktien einen überproportionalen Anteil an dem Exit-Erlös erhält (sog. Sweet Equity).⁵⁷ Damit ist auch gesagt, dass die Incentivierung im Grundsatz mittelfristig angelegt ist und sich erst im Exit-Zeitpunkt materialisiert.

d) Vertragliche Grundlagen

Die Beteiligung des Managements erfordert eine umfassende vertragliche Dokumentation. Zu den Schlüsseldokumenten gehören dabei das Term Sheet und der Aktionärbindungsvertrag. Das Term Sheet wird zwischen dem PE und dem Management abgeschlossen. Üblicherweise fällt dessen Unterzeichnung zeitlich mit der Unterzeichnung des Aktienkaufvertrags zusammen. Im Term Sheet werden die kommerziellen Eckpunkte der Management-Beteiligung (insbesondere der Envy Ratio, d.h. das Verhältnis von Stamm- und Vorzugsaktien) festgelegt.

Der Aktionärbindungsvertrag wird typischerweise zwischen dem Management und dem PE abgeschlossen. Er enthält nebst Bestimmungen zur Corporate Governance der Zielgesellschaft insbesondere Übertragungsbeschränkungen, sodass das Management seine Aktien grundsätzlich nicht vor dem Exit veräußern darf. Dazu gehören auch sog. Good Leaver, Bad Leaver und Intermediate Leaver-Bestimmungen für den Fall des vorzeitigen Ausscheidens eines Mitglieds des Managements.⁵⁸ Wichtig sind zudem Mitverkaufsrechte und -pflichten des Managements beim Exit, sodass der PE ohne Mitspracherecht des Managements einen 100%-Verkauf vollziehen kann.⁵⁹

⁵⁵ Ausführlich Frey, 51 ff.

⁵⁶ Frey, 50. Alternativ könnte man dem Management auch Partizipations- oder Genussscheine ausgeben.

⁵⁷ Frey, 51.

⁵⁸ Ausführlich dazu Frey, 55 ff.

⁵⁹ Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 108.

3. Co-Investments

a) *Typische Konstellationen und Motive*

Viele PE-Buyouts zeichnen sich durch die Beteiligung von Co-Investoren aus. Dies steht im Kontrast zu Übernahmen durch strategische Käufer, die üblicherweise alleine investieren bzw. eine Zielgesellschaft alleine erwerben. Es lassen sich in der Praxis vier typische Arten von Co-Investments unterscheiden:

- Verbreitet sind Co-Investments durch *mehrere* PE.⁶⁰ Bei solchen sog. Club Deals bündeln mehrere PE ihre Ressourcen, um gemeinsam hinreichend Kapital und Expertise für eine Akquisition bereitzustellen. Solche Vereinbarungen können für PE aus verschiedenen Gründen in Frage kommen. Zum Beispiel kann eine Transaktion so kapitalintensiv sein, dass ein einzelner PE auf das Kapital anderer Funds angewiesen ist. Damit lässt sich auch erklären, warum Club Deals insbesondere bei grösseren „Take Private“-Transaktionen verbreitet sind (in der Form eines sog. Joint Bids). Dies liegt wohl daran, dass kotierte Gesellschaften tendenziell grosse Übernahmeziele darstellen. Zudem dient ein Club Deal – wie überhaupt Co-Investments – dazu, die Transaktionsrisiken für einen einzelnen PE zu reduzieren. Ferner kann ein Club Deal auch aus regulatorischen Gründen angezeigt sein (z.B. um Investitionsbeschränkungen für ausländische Investoren einzuhalten). Daneben ist ein Club Deal auch der Beziehungspflege zwischen den beteiligten PE förderlich.
- PE schliessen sich im Rahmen von Co-Investments auch regelmässig mit *Corporates* zusammen.⁶¹ Je nach Konstellation streben die PE dabei eine Mehr- oder Minderheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft an. Der wohl häufigste Grund für diese Art des Co-Investments ist die branchenspezifische Expertise des Co-Investors. PE erhoffen sich von einem Corporate als Co-Investor oft Einblicke in die Marktverhältnisse und die Vermittlung von kommerziell relevanten Partnerschaften (etwa zu Kunden und Lieferanten).

⁶⁰ Ein Beispiel für einen solchen Club Deal mit Schweizer Zielgesellschaft ist der 2021 vollzogene Kauf der Chemiesparte von Lonza durch die beiden PE Bain Capital und Cinven; vgl. dazu Feldges, Lonza.

⁶¹ Ein Beispiel für ein Co-Investment mit einem Corporate ist der 2021 annoncierte Kauf des Pigmentgeschäfts von Clariant durch ein Konsortium bestehend aus SK Capital Partners (ein PE) und dem Industrieunternehmen Heubach Group für eine Bewertung von rund CHF 850 Mio.; dazu Feldges, Clariant. Allgemein zu dieser Art des Co-Investments: Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 122 ff.

Auch die Finanzkraft und Kreditfähigkeit des Corporates kann ein wichtiges Argument für ein solches Co-Investment sein.

- Als weitere Co-Investoren fungieren oft auch *andere Finanzinvestoren*. Als Finanzinvestoren in Frage kommen beispielsweise bestehende Limited Partners des PE, Family Offices oder staatsnahe Investoren⁶² (z.B. ausländische Pension Funds oder Sovereign Wealth Funds). Für die Limited Partners kann ein direktes Co-Investment in das Zielunternehmen (zusätzlich zu ihrer indirekten Beteiligung als Fund-Anleger) eine attraktive zusätzliche Investitions-Möglichkeit sein. Der Vorteil für Limited Partners liegt dabei darin, dass sie direkt in den Entscheidungsprozess im Zusammenhang mit der Akquisition involviert sind, ohne dass die üblichen Gebühren für ein Funds-Investment anfallen.⁶³ Für PE bieten solche Co-Investments eine oftmals willkommene Gelegenheit, die Zusammenarbeit mit den eigenen Kunden zu intensivieren und von deren Knowhow und Kapital zu profitieren. Auch Co-Investments mit staatsnahen Funds können für PE interessant sein und kommen in der M&A-Praxis gerade bei grösseren Transaktionen regelmässig vor. Staatsnahe Co-Investoren beschränken sich in der Regel auf den Erwerb einer Minderheitsbeteiligung. Diese Investorengruppe hat für PE den Vorteil, dass sie sich üblicherweise eher passiv verhält und nur sehr begrenzt (wenn überhaupt) Einfluss auf die Governance der Zielgesellschaft nimmt. Daneben spricht oftmals die erhebliche Finanzkraft für staatsnahe Investoren. Ein Nachteil von staatsnahen Co-Investoren liegt allenfalls darin, dass sie regulatorische Abwehrreflexe auslösen können (insbesondere wenn sie aus politisch exponierteren Staaten kommen).
- Schliesslich kommt es regelmässig vor, dass PE gemeinsam mit den *Verkäufern* investieren.⁶⁴ Bei einer solchen Rückbeteiligung (sog. Rollover) erwirbt der Verkäufer typischerweise eine indirekte Minderheitsbeteiligung an der verkauften Zielgesellschaft. Dies geschieht in der Regel dadurch, dass der Verkäufer in einem ersten Schritt sämtliche Anteile an der Zielgesellschaft

⁶² Ein Beispiel für ein Co-Investment mit einem anderen Finanzinvestor ist der 2019 von Nestlé vorgenommene Verkauf des Pharmaunternehmens Galderma an ein Konsortium bestehend aus EQT (ein PE) und dem staatsnahen Fonds ADIA für rund CHF 10.2 Mrd.; dazu die Website von ADIA, abrufbar unter <<https://www.adia.ae/en/investments/private-equity/portfolio/case-studies/galderma>>.

⁶³ Vgl. dazu ausführlich LIQID; ferner Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 73.

⁶⁴ Ein Beispiel dafür ist die 2021 annoncierte Rückbeteiligung der Kuoni und Hugentobler-Stiftung am Dienstleistungsunternehmen VFS Global im Zuge des Verkaufs durch EQT an Blackstone (beides PE), dazu die Website von Blackstone, abrufbar unter <<https://www.blackstone.com/news/press/blackstone-to-acquire-vfs-global/>>.

an das Akquisitionsvehikel des PE verkauft. In einem zweiten Schritt erwirbt der Verkäufer Anteile an einer Beteiligungsgesellschaft weiter oben in der Beteiligungskette. Ein solcher Rollover ist aus Sicht des PE oft wünschenswert, um die Interessen zwischen dem PE und dem Verkäufer bis zu einem gewissen Grad in Einklang zu bringen. Darüber hinaus ist es häufig ratsam, den Verkäufer auch aufgrund seiner Expertise und kommerziellen Kontakten weiterhin einzubinden.⁶⁵ Demgegenüber hat der Verkäufer oft selbst ein Interesse daran, an der zukünftigen Wertsteigerung der Zielgesellschaft zu partizipieren.⁶⁶

b) *Ausgewählte Governance-Themen für PE und Co-Investoren*

Für den PE und die Co-Investoren sind neben den Bedingungen für den Erwerb der Zielgesellschaft Themen im Zusammenhang mit der gemeinsamen Governance des erworbenen Unternehmens relevant. Einige dieser (Post-Closing) Governance-Themen werden nachfolgend überblicksartig erörtert.

Aus rechtlicher Sicht ist die Zusammenarbeit zwischen dem PE und den Co-Investoren typischerweise in einem Aktionärbindungs- oder einem ähnlichen Vertrag⁶⁷ geregelt. Darin finden sich insbesondere Regeln zur Corporate Governance. Diese legen die Zusammensetzung des Verwaltungsrats der relevanten Beteiligungsgesellschaft und der gemeinsam gehaltenen Akquisitionsgesellschaft (einschliesslich betreffend Besetzung des Verwaltungsratspräsidiums) sowie Vetorechte auf Aktionärs- und Verwaltungsratsebene fest. Es wird oft auch vereinbart, wie das Management (insbesondere die CEO-Position) personell besetzt wird. Zudem räumt der Aktionärbindungsvertrag den Minderheits-Investoren in der Regel bestimmte Konsultations- und Mitspracherechte ein.

In Bezug auf die Zielgesellschaft und deren Weiterentwicklung während der Haltedauer gilt es die strategischen und operativen Weichenstellungen vorzunehmen. Dazu wird in der Regel eine sog. Strategic Roadmap sowie ein gemeinsamer Business Plan erarbeitet. Je nach Art des Co-Investors ist dieser in diesen Entscheidungsprozess mehr oder weniger stark eingebunden. Ein reiner Finanzinvestor wird sich dabei wenig oder gar nicht einbringen, während ein Corporate als Co-Investor diesen Prozess üblicherweise stärker mit-

⁶⁵ Vgl. dazu und zum Folgenden Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 123.

⁶⁶ Durch eine solche Rückbeteiligung lassen sich u.a. auch allfällige „Valuation Gaps“ zwischen Käufer und Verkäufer überwinden.

⁶⁷ Z.B. Partnership Agreement oder Term Sheet.

gestaltet. Im Zuge dieser Diskussionen werden regelmässig auch mögliche Add on-Akquisitionen, Restrukturierungen und Teilverkäufe zu prüfen und bereits zu vereinbaren sein.

Ein zentrales Governance-Thema ist die zukünftige Finanzierung der erworbenen Portfoliogesellschaft und ihres operativen Geschäfts. Dabei stellt sich regelmässig die Frage, welchen finanziellen Beitrag die Co-Investoren und allenfalls auch Fremdkapitalgeber für zukünftige M&A-Aktivitäten (Add on-Akquisitionen) und sonstige Investitionen zu leisten bereit sind. Zentral sind dabei auch Regeln zu einer allfälligen Kapitalerhöhung der Zielgesellschaft. Insbesondere ist in diesem Zusammenhang die Zuweisung und Ausübung der Bezugsrechte zu regeln. Allenfalls ist auch ein Catch up-Recht vorzusehen für den Fall, dass einem der Investoren eine Teilnahme an der Kapitalerhöhung vorerst nicht möglich ist, er aber zu einem späteren Zeitpunkt wieder Beteiligungsrechte erwerben möchte, um nicht verwässert zu werden. Weiter ist die Finanzierung im Falle eines Kapital- oder Liquiditätsengpasses zu regeln. All diese Themen sind insbesondere auch für Minderheitsaktionäre zentral, denn sie haben einen potenziellen Verwässerungseffekt, falls sie sich an einer Kapitalerhöhung nicht beteiligen können oder wollen.

Schliesslich sind im Aktionärbindungsvertrag Regeln für den späteren Exit vorzusehen. Typischerweise finden sich im Aktionärbindungsvertrag für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahre geltende Verkaufsverbote (sog. Lock up-Perioden), allenfalls auch mit Ausnahmeregelungen (z.B. für den Fall eines attraktiven IPO-Fensters). In aller Regel wird sich der PE mit Mehrheitsbeteiligung ein Recht einräumen, andere Aktionäre zu einem (Mit-)Verkauf verpflichten zu können (sog. Drag along-Recht). Dieses Drag along-Recht steht oft unter dem Vorbehalt eines bestimmten Mindesterlozes. Ferner finden sich in Aktionärbindungsverträgen allenfalls sog. Rollover-Rechte. Dabei handelt es sich um das Recht eines Minderheitsaktionärs, sich bei einem Exit durch den PE beim Käufer wiederum rückzubeteiligen. Diese Rollover-Rechte kommen insbesondere bei sog. Secondary Buyouts in Frage (d.h. bei einem Verkauf an einen anderen PE). Bei einem PE-Konsortium sind solche Rollover-Rechte nicht üblich. Anders sieht das z.B. bei einem wesentlichen Minderheitsaktionär aus, der zusammen mit einem PE eine kotierte Gesellschaft „privat nimmt“ und nicht daran interessiert ist, im Zeitpunkt des späteren Exits durch den PE seine Beteiligung ebenfalls verkaufen zu müssen. Verbreitet sind zudem auch Mitwirkungs- und Kooperationspflichten im Aktionärbindungsvertrag (z.B. im Hinblick auf einen Verkauf vorangestellte Reorganisationen, Gewährleistungen, Lock-up und Sell-down). Wichtig sind schliesslich Regeln über die Kostentra-

gung (insbesondere auch für den Fall, dass sich der Exit nicht materialisiert und die Kosten nicht vollumfänglich von der Portfoliogesellschaft getragen werden können).

Literaturverzeichnis

- Bain & Company, Global Private Equity Report 2024, <https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global-private-equity-report-2024.pdf>.
- Benz Matthias, Für Farner wird die Schweiz zu klein: Erstmals seit Jahrzehnten wagt sich eine Schweizer Kommunikationsagentur wieder ins Ausland, NZZ vom 18. Januar 2022, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/farner-grosse-plaene-fuer-uebernahmen-von-agenturen-in-europa-ld.1665205>>.
- Clauss Annika/Jäckle Christof/Strehle Emanuel P., § 54 Private Equity: Grundlagen und wirtschaftliche Bedeutung, in: Meyer-Sparenberg Wolfgang/Jäckle Christof (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, Planung, Gestaltung, Sonderformen, regulatorische Rahmenbedingungen und Streitbeilegung bei Mergers & Acquisitions, 2. A., München/Basel 2022, 1039 ff. (zit. Clauss/Jäckle/Strehle, Grundlagen).
- Clauss Annika/Jäckle Christof/Strehle Emanuel P., § 55 Regulierung und rechtliche Rahmenbedingungen, in: Meyer-Sparenberg Wolfgang/Jäckle Christof (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, Planung, Gestaltung, Sonderformen, regulatorische Rahmenbedingungen und Streitbeilegung bei Mergers & Acquisitions, 2. A., München/Basel 2022, 1070 ff. (zit. Clauss/Jäckle/Strehle, Regulierung).
- Clauss Annika/Jäckle Christof/Strehle Emanuel P., § 56 Besonderheiten bei der Durchführung von Private Equity-Transaktionen, in: Meyer-Sparenberg Wolfgang/Jäckle Christof (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, Planung, Gestaltung, Sonderformen, regulatorische Rahmenbedingungen und Streitbeilegung bei Mergers & Acquisitions, 2. A., München/Basel 2022, 1080 ff. (zit. Clauss/Jäckle/Strehle, Besonderheiten).
- Clauss Annika/Jäckle Christof/Strehle Emanuel P., § 57 Vertragsgestaltung, in: Meyer-Sparenberg Wolfgang/Jäckle Christof (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, Planung, Gestaltung, Sonderformen, regulatorische Rahmenbedingungen und Streitbeilegung bei Mergers & Acquisitions, 2. A., München/Basel 2022, 1114 ff. (zit. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung).
- Corporate Finance Institute, Strategic vs Financial Buyer, Who is the best kind of buyer?, <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/strategic-buyer-vs-financial-buyer/>>.
- Demos Telis, Credit Deals Are Going Private, Leaving Wall Street in the Cold, Wall Street Journal vom 29. Dezember 2022, <<https://www.wsj.com/articles/credit-deals-are-going-private-leaving-wall-street-in-the-cold-11672267837>>.
- Dummett Ben/Cooper Laura, Private-Equity Giants Settle for Bite-Size Deals, Wall Street Journal vom 27. Juni 2023, <<https://www.wsj.com/articles/private-equity-giants-settle-for-bite-size-deals-1cd6ea00>>.

- Feldges Dominik, Visp und Basel bleiben erhalten: Die Chemiesparte von Lonza soll auch unter neuer Eigentümerschaft nicht zerschlagen werden, NZZ vom 2. September 2021, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/visp-und-basel-bleiben-erhalten-die-chemiesparte-von-lonza-soll-auch-unter-neuer-eigentuemerschaft-nicht-zerschlagen-werden-ld.1600874>> (zit. Feldges, Lonza).
- Feldges Dominik, Clariant kann endlich den Blick nach vorne richten, NZZ vom 14. Juni 2021, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/clariant-kann-endlich-den-blick-nach-vorne-werfen-ld.1630357>> (zit. Feldges, Clariant).
- Frey Martin, Beteiligung und Incentivierung des Managements beim Buy-out, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity II, Rechtliche, steuerliche und regulatorische Aspekte von Buy-out bis Exit, Zürich 2012, 33 ff.
- Frick Jürg, Private Equity im Schweizer Recht, SSHW 272, Diss. Zürich 2008.
- Gara Antoine/Louch Will, Private equity groups face investor scrutiny over tactics for returning capital, Financial Times vom 11. Oktober 2023, <<https://www.ft.com/content/a8a7f384-00ac-4cdf-9a54-c8fbc6b9db3d>>.
- Gara Antoine/Platt Eric/Louch Will, Private equity: higher rates start to pummel deal-makers, Financial Times vom 1. November 2023, <<https://www.ft.com/content/8b4a5df6-7f6d-480f-8d20-55793854c37e>>.
- Geyrhalter Volker/Zirngibl Nikolas, § 10 Legal Diligence, in: Jesch Thomas A./Striegel Andreas/Boxberger Lutz (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. A., München 2020, 209 ff.
- Hammer Benjamin et al., Do private equity firms pay for synergies?, vom 23. Februar 2018, <https://industry.ehl.edu/hubfs/EHL/Private_Equity/PE_Materials/7_Hammer_Do_PE_firms_pay_for_synergies.pdf>.
- LIQID, LIQID Smart Letter vom Dezember 2023, <<https://www.liqid.de/smart-letter/private-equity-co-investments-eine-alternative-zu-klassischen-fonds>>.
- Louch Will/Levingston Ivan, Private equity firms face worst year for exiting investments in a decade, Financial Times vom 22. Oktober 2023, <<https://www.ft.com/content/cf590028-d15c-4782-be2b-131fe08d703c>>.
- Oguch Chibuike/Sen Anirban, Banking turmoil takes the leveraged out of the buyout, Reuters vom 23. März 2023, <<https://www.reuters.com/markets/deals/banking-turmoil-takes-leveraged-out-buyout-2023-03-23/>>.
- The Economist, Private equity may be heading for a fall, The Economist vom 7. Juli 2022, <<https://www.economist.com/business/2022/07/07/private-equity-may-be-heading-for-a-fall>>.
- Triebe Benjamin, 3 Milliarden Franken sind nicht genug: Der Schweizer IT-Riese Software One will unabhängig bleiben – die Börse straft ihn ab, NZZ vom 15. Januar 2024, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/software-one-kein-support-fuer-bain-kommt-die-feindliche-uebernahme-ld.1774323>>.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zürich 2021.

von Werder Andreas/Li Xianbei, Aktuelle Entwicklungen bei Managementbeteiligungsprogrammen im Rahmen von Leveraged Buy Outs, BB 2013, 1736 ff.

Wirz Matt, The New Kings of Wall Street Aren't Banks. Private Funds Fuel Corporate America, Wall Street Journal vom 8. Oktober 2023, <<https://www.wsj.com/finance/fed-rate-hikes-lending-banks-hedge-funds-896cb20b>>.

Zeisberger Claudia, Private Equity vs. The Strategic Acquirer, INSEAD Knowledge Blogbeitrag vom 16. April 2015, <<https://knowledge.insead.edu/strategy/private-equity-vs-strategic-acquirer>>.

Ausgewählte Themen im Investment Agreement und Shareholders Agreement

Petra Hanselmann / Yannic Schönenberger

Inhalt

I.	Einleitung	40
1.	Allgemein	40
2.	Investment Agreement	40
3.	Shareholders Agreement	41
II.	Compensatory Capital Increase	42
1.	Begriff	42
2.	Wer gibt die Gewährleistungen ab?	42
a)	Mögliche Konstellationen	42
b)	Einschränkungen bei Gewährleistungen durch die Zielgesellschaft	43
aa)	Verbot der Einlagenrückgewähr	43
bb)	Rückerstattung von unrechtmässig bezogenen Leistungen	44
cc)	Reduktion des Werts der Gesellschaft	45
c)	Aktuelle Praxis	45
d)	Ablauf kompensatorische Kapitalerhöhung	46
e)	Risiken und Mittelweg	46
III.	Vorzugsrechte	47
1.	Begriff	47
2.	Praxisänderung des Bundesgerichts	49
3.	Folgen für die Praxis	51
a)	Zivil- und Gesellschaftsrechtliche Folgen	51
b)	Steuerrechtliche Folgen	51
c)	Schlussfolgerungen	52
IV.	Side Letters	53
1.	Einführung	53
2.	Häufige Bestimmungen in Side Letters (Auswahl)	54
a)	Zusätzliche Informationsrechte	54
b)	Regulatorische Vorgaben	54
c)	Put Option	54
d)	Keine Namensnennung	55
e)	Keine Anwendung von Konkurrenzverboten / Recht weitere Investments zu tätigen	55
f)	Vorteilhaftere Exit Bestimmungen	56
3.	Parteien und Durchsetzbarkeit	56
4.	Entire Agreement Clause	57

V. Exkurs: US Bank Holding Company Act 1956 („BHCA“)	58
1. Einführung	58
2. Auswirkungen auf die Transaktion	60
a) Allgemein	60
b) Schaffung von Partizipationsscheinen	60
c) Keine anderweitige Kontrolle	60
d) Weitere Bestimmungen	61
Literaturverzeichnis	62

I. Einleitung

i. Allgemein

Das Investment Agreement¹ und das Shareholders Agreement² sind die beiden zentralen Verträge bei Private Equity und Venture Capital Transaktionen bei denen originär Aktien gezeichnet werden. In diesem Beitrag wird zuerst ein kurzer Überblick über den typischen Inhalt des Investment Agreements und des Shareholders Agreement gegeben. Danach wird auf vier ausgewählte Themen eingegangen, die bei den Verhandlungen des Investment Agreements und Shareholders Agreements unserer Erfahrung nach in letzter Zeit häufig ([II.](#), [III.](#) und [IV.](#)) bzw. vermehrt ([V.](#)) zu Fragen Anlass geben: ([II.](#)) Compensatory Capital Increase, ([III.](#)) Vorzugsrechte, ([IV.](#)) Side Letters und ([V.](#)) der Einfluss des US Bank Holding Company Acts von 1956 auf Investments in der Schweiz.

Da sich bei Venture Capital und Private Equity Transaktionen die englischen Begriffe auch im deutschen Sprachgebrauch weitgehend durchgesetzt haben, werden in diesem Beitrag die üblichen englischen Begriffe verwendet.

2. Investment Agreement

Mit dem Investment Agreement verpflichten sich die Investoren gegenüber den bestehenden Aktionären der Zielgesellschaft im Rahmen einer Kapitalerhöhung³ neue Aktien zu zeichnen und als Gegenleistung für diese Aktien der Zielgesellschaft Kapital zuzuführen.⁴ Entsprechend regelt das Investment Agreement insbesondere den Ablauf der Kapitalerhöhung anlässlich der die Investoren neue Aktien der Zielgesellschaft zeichnen, den Bezugsrechtsver-

¹ Häufig auch „Investment and Subscription Agreement“ genannt oder auf Deutsch „Beteiligungsvertrag“, oder „Investmentvertrag“.

² Auf Deutsch „Aktionärbindungsvertrag“.

³ Selten auch direkt anlässlich der Gründung der Zielgesellschaft.

⁴ Frey, Investment Agreement, 42.

zicht der bisherigen Aktionäre, die allfällige Wahl neuer Verwaltungsratsmitglieder, die Vollzugsbedingungen, die Gewährleistungen, die Rechtsbehelfe bei Gewährleistungsverletzungen und die Haftungsbeschränkungen. Die Parteien des Investment Agreements sind die Zielgesellschaft, die neuen Investoren und idealerweise sämtliche bisherigen Aktionäre der Zielgesellschaft. In Konstellationen mit sehr vielen bisherigen Aktionären wird das Investment Agreement manchmal nur zwischen der Zielgesellschaft, den Mehrheitsaktionären und den neuen Investoren abgeschlossen oder gar nur zwischen der Zielgesellschaft und den neuen Investoren. Dies wird damit begründet, dass es zu aufwändig wäre, bereits im Zeitpunkt des Abschlusses des Investment Agreements die Unterschriften sämtlicher Aktionäre einzuholen. Ein solches Vorgehen ist für die neuen Investoren jedoch nicht ideal, da gewisse Regelungsbereiche des Investment Agreements, wie z.B. der erforderliche Bezugsrechtsverzicht im Falle einer ordentlichen Kapitalerhöhung oder die Verpflichtung zur Durchführung einer kompensatorischen Kapitalerhöhung⁵ nur verbindlich vereinbart werden können, wenn alle Aktionäre zustimmen. Falls somit nicht sämtliche bisherigen Aktionäre bereits Partei des Investment Agreements sind, ist sicherzustellen, dass die entsprechenden Bestimmungen stattdessen im Shareholders Agreement geregelt werden (welches dann von allen Aktionären unterzeichnet wird) und dass das Zusammenspiel von Investment Agreement und Shareholders Agreement entsprechend abgestimmt wird.

3. Shareholders Agreement

Das Shareholders Agreement regelt die Beziehung der Aktionäre untereinander und zur Gesellschaft nach dem Vollzug des Investment Agreements. Das Shareholders Agreement regelt insbesondere (i) Corporate Governance Themen (wie z.B. die Zusammensetzung des Verwaltungsrats, Vetorechte der Investoren im Verwaltungsrat und bei Generalversammlungsbeschlüssen, Informationsrechte, die Statuten und das Organisationsregelement), (ii) Vorzugsrechte (wie z.B. Dividenden-, Liquidations-, oder Erlöspräferenzen)⁶, (iii) die Exit-Bestimmungen und (iv) Übertragungsbeschränkungen (z.B. Vorkaufsrechte, Kaufrechte, Tag-Along und Drag-Along Bestimmungen). Da Investoren häufig nur eine Minderheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft erwerben und somit weder im Verwaltungsrat noch in der Generalversammlung die Mehrheit der Stimmen haben, stellt das Shareholders Agreement ein wichtiges Instrument zur vertraglichen Absicherung des Investments der Investoren dar. Parteien des Shareholders Agreements sollten alle Aktionäre der

⁵ Vgl. hierzu unten, [II](#).

⁶ Vgl. hierzu unten, [III](#).

Gesellschaft und die Gesellschaft sein. Ob die Gesellschaft Partei des Shareholders Agreement sein kann, wurde lange kontrovers diskutiert.⁷ Mittlerweile ist es jedoch anerkannt und zum Standard geworden, dass die Gesellschaft ebenfalls Partei des Shareholders Agreements sein kann und üblicherweise ist.

II. Compensatory Capital Increase

1. Begriff

Der sogenannte Compensatory Capital Increase oder auf Deutsch, die kompensatorische Kapitalerhöhung, betrifft das Thema Schadenersatz bei Gewährleistungsverletzungen und wird entsprechend üblicherweise im Investment Agreement geregelt. Bei einer kompensatorischen Kapitalerhöhung wird der Schaden im Falle von Gewährleistungsverletzungen nicht durch eine Geldzahlung beglichen, sondern die Investoren erhalten als Ausgleich für ihren Schaden zusätzliche neue Aktien der Zielgesellschaft. Da das Institut der kompensatorischen Kapitalerhöhung damit zusammenhängt, welche Partei die Gewährleistungen im Investment Agreement abgibt, wird nachfolgend zuerst auf dieses Thema eingegangen.

2. Wer gibt die Gewährleistungen ab?

a) Mögliche Konstellationen

Im Zusammenhang mit den Gewährleistungen stellt sich beim Investment Agreement regelmässig die Frage, wer die Gewährleistungen abgeben soll. Zur Diskussion stehen: (i) alle bisherigen Aktionäre (d.h. auch diejenigen, die lediglich als Kapitalgeber fungieren und nicht in die operative Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft involviert sind), (ii) nur die operativ involvierten Aktionäre, d.h. die Gründer und allenfalls weitere Mitglieder des Managements,⁸ (iii) die Zielgesellschaft, oder (iv) Mischformen, d.h. bestimmte Gewährleistungen, wie z.B. die sog. fundamentalen Gewährleistungen (Eigentum, Ermächtigung zum Abschluss des Vertrags) werden von allen Aktionären abgegeben und die übrigen Gewährleistungen (die sog. Business Warranties) werden z.B. nur von den Gründern oder nur von der Zielgesellschaft abgegeben.⁹

⁷ Vgl. dazu z.B. Forstmoser/Küchler, 139 ff.

⁸ Wobei die Gründer und die Mitglieder des Managements bei Start-ups häufig die gleichen Personen sind; vgl. auch Wenger/Speck, 188.

⁹ Wobei verschiedene Mischmodelle denkbar sind.

Beim Entscheid, wer die Gewährleistungen abgeben und somit für Gewährleistungsverletzungen haften soll, sind verschiedene Faktoren zu berücksichtigen. Da das Haftungssubstrat der Gründer und des Managements häufig gering ist,¹⁰ macht es für die Investoren meistens wenig Sinn, im Falle einer Gewährleistungsverletzung Schadenersatz in Geld von diesen Personen zu fordern. Das Konstrukt, dass Management und Gründer als Schadenersatzleistung anstelle einer Geldzahlung einen Teil der von ihnen gehaltenen Aktien an der Zielgesellschaft an die Investoren abgeben, wird in der Praxis meist als nicht passend erachtet.¹¹ Dies weil im Schadensfall der Aktienanteil der Gründer/des Managements stark zu Gunsten der Investoren verwässert werden würde und dadurch das ursprünglich angestrebte Gleichgewicht der Aktienbeteiligung zwischen Gründer und Investoren aus dem Gleichgewicht gerät.¹² Hinzu kommt, dass die Gründer/das Management üblicherweise eine zentrale Rolle für die weitere Entwicklung der Zielgesellschaft spielen. Es liegt deshalb nicht im Interesse der Investoren, bei einer Gewährleistungsverletzung gegen die Gründer und das eigene Management der Zielgesellschaft vorzugehen. Den nicht operativ im Geschäft involvierten Aktionären fehlt üblicherweise das relevante Wissen, um Gewährleistungen zur Geschäftstätigkeit der Gesellschaft abzugeben. Diese Aktionärsgruppe ist deshalb häufig nicht bereit, andere Gewährleistungen abzugeben als die sog. fundamentalen Gewährleistungen (Eigentum, Ermächtigung zum Abschluss des Vertrags). Somit bleibt noch die Zielgesellschaft selbst, welche die Gewährleistungen abgeben könnte, was insbesondere in den angelsächsischen Jurisdiktionen der übliche Ansatz ist. Auch unter Schweizer Recht kann sich die Zielgesellschaft grundsätzlich verpflichten, Gewährleistungen abzugeben, wobei allerdings die gesetzlichen Schranken des Aktienrechts beachtet werden müssen.¹³

b) Einschränkungen bei Gewährleistungen durch die Zielgesellschaft

aa) Verbot der Einlagenrückgewähr

Art. 680 Abs. 2 OR untersagt es dem Aktionär, den einbezahlten Betrag zurückzufordern (Rückforderungsverbot).¹⁴ Gemäss herrschender Lehre und Rechtsprechung umfasst Art. 680 Abs. 2 OR nicht nur die eigentliche Rückforderung

¹⁰ Anders als bei M&A-Transaktionen, bei denen der Kaufpreis an die Verkäufer bezahlt wird, fließt der Investment-Betrag bei Investment-Transaktionen nicht den bisherigen Aktionären, sondern der Gesellschaft zu.

¹¹ Philippin/Loepfe, 296.

¹² Philippin/Loepfe, 299; Wenger/Speck, 189.

¹³ Wyss, 425; vgl. unten, [II.2.b\)aa\)](#) und [II.2.b\)bb\)](#).

¹⁴ Gerhard, 23; Philippin/Loepfe, 297.

der Einlage durch einen Aktionär, sondern auch die Ausschüttung von Leistungen aus dem geschützten Gesellschaftsvermögen¹⁵ an die Aktionäre durch die Gesellschaft (*Rückerstattungsverbot*).¹⁶ Die Gesellschaft darf insbesondere den Aktionären keine statutarischen oder vertraglichen Forderungen auf die Rückgewährung ihrer Einlage einräumen.¹⁷ Ein Verstoß gegen das Verbot der Einlagerückgewähr hat die Nichtigkeit der Zahlung zur Folge.¹⁸ Im Zusammenhang mit Gewährleistungen durch die Gesellschaft bedeutet dies, dass die Gesellschaft im Falle einer Gewährleistungsverletzung nur Schadenersatz in dem Umfang zahlen darf, in dem sie über frei ausschüttbare Mittel verfügt. Alle darüberhinausgehenden Zahlungen durch die Gesellschaft wären nichtig. Je nach finanzieller Situation der Gesellschaft laufen die Investoren somit Gefahr, bei einer Gewährleistungsverletzung von der Gesellschaft keinen oder nicht den gesamten Schaden ersetzt zu bekommen. Falls rechtswidrig eine Schadenersatzzahlung in Verletzung von Art. 680 Abs. 2 OR erfolgt ist, besteht das Risiko, dass die Investoren den entsprechenden Betrag wieder an die Zielgesellschaft zurückerstatten müssen.¹⁹

bb) Rückerstattung von unrechtmässig bezogenen Leistungen

Bei einer Schadenersatzzahlung durch die Gesellschaft stellt sich sodann auch die Frage, ob eine unzulässige Gewinnausschüttung nach Art. 678 Abs. 2 OR vorliegt. Gemäss Art. 678 Abs. 2 OR sind Aktionäre zur Rückerstattung einer von der Gesellschaft bezogenen Leistung verpflichtet, soweit die Leistung zur Gegenleistung in einem offensichtlichen Missverhältnis steht. Entscheidend ist somit, ob es sich bei Gewährleistungen der Gesellschaft gegenüber einem Aktionär um ein zulässiges Drittgeschäft handelt.²⁰ Davon ist auszugehen, wenn das Rechtsgeschäft durch das Interesse der Zielgesellschaft gedeckt ist und nicht durch das zukünftige Aktionärsverhältnis einseitig zu Lasten der Zielgesellschaft beeinflusst wird.²¹ Wann genau die Gewährung von Gewähr-

¹⁵ Art. 671 Abs. 2 des Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220): Die gesetzliche Kapitalreserve darf an die Aktionäre zurückbezahlt werden, wenn die gesetzlichen Kapital- und Gewinnreserven, abzüglich des Betrags allfälliger Verluste die Hälfte des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals übersteigen.

¹⁶ Gerhard, 23; Philippin/Loepfe, 297.

¹⁷ Philippin/Loepfe, 297.

¹⁸ Gerhard, 23; Philippin/Loepfe, 297; Toral/Jaccard, 269.

¹⁹ Philippin/Loepfe, 297.

²⁰ Gerhard, 24; Philippin/Loepfe, 298; Toral/Jacquard, 270.

²¹ Gerhard, 24; Philippin/Loepfe, 298.

leistungen nicht mehr im Interesse der Zielgesellschaft liegt, wird in der Lehre unterschiedlich beurteilt.²²

cc) *Reduktion des Werts der Gesellschaft*

Bei Schadenersatzzahlungen durch die Zielgesellschaft an einzelne Aktionäre muss sodann beachtet werden, dass jede Zahlung, die durch die Gesellschaft erfolgt, den Wert der Gesellschaft und somit den Wert des Investments aller Aktionäre reduziert. Dies hat zur Folge, dass jeder Aktionär indirekt den Schadenersatz, den die Zielgesellschaft an einzelne Investoren zahlt, mitträgt.²³

c) *Aktuelle Praxis*

Unter anderem aus den obigen Gründen kamen die Verfasser des derzeitigen SECA Model Investment Agreements, das aus dem Jahr 2019 stammt, wohl zum Schluss, dass die Zielgesellschaft keine Gewährleistungen abgeben sollte.²⁴ Im SECA Model Investment Agreement von 2019 wird denn auch vorgesehen, dass die Gewährleistungen je nach Konstellation entweder von allen Aktionären oder den Gründer/Management-Aktionären abgegeben werden. Die Praxis hat sich allerdings seit 2019 verändert und heutzutage ist es auch in der Schweiz zum Marktstandard geworden, dass die Zielgesellschaft in Investment Agreements die Gewährleistungen bzw. auch Gewährleistungen abgibt. Aufgrund der oben aufgeführten Unsicherheiten und Risiken im Falle einer Verletzung der Kapitalschutzvorschriften wird als Folge bei Gewährleistungsverletzungen durch die Zielgesellschaft allerdings häufig keine Entschädigungszahlung mehr vorgesehen. Vielmehr hat sich in den letzten Jahren in der Schweiz die kompensatorische Kapitalerhöhung durchgesetzt, d.h. die Regelung, dass im Falle einer Gewährleistungsverletzung durch die Zielgesellschaft anstelle von Schadenersatzzahlungen in Geld neue Aktien der Zielgesellschaft an die Investoren ausgegeben werden. Durch die Ausgabe von neuen Aktien werden keine Mittel der Zielgesellschaft ausgeschüttet und somit die Kapitalschutzvorschriften nicht beeinträchtigt.²⁵

²² Vgl. hierzu die Übersicht bei Toral/Jacquard, 271 ff.

²³ Toral/Jaccard, 276; vgl. auch Fussnote 18 im SECA Muster 2019 (large Investment Agreement with Annotations; abrufbar unter <<https://www.seca.ch/Templates/Templates/VC-Model-Documentation.aspx>>.

²⁴ Vgl. Fussnote 18 im SECA Muster 2019 (large Investment Agreement with Annotations; abrufbar unter <<https://www.seca.ch/Templates/Templates/VC-Model-Documentation.aspx>>.

²⁵ Toral/Jaccard, 273.

d) *Ablauf kompensatorische Kapitalerhöhung*

Bei der Vereinbarung einer kompensatorischen Kapitalerhöhung verpflichten sich die bestehenden Aktionäre im Investment Agreement,²⁶ im Falle einer Gewährleistungsverletzung eine Kapitalerhöhung zu Gunsten der Investoren durchzuführen. Den Investoren wird dabei im Investment Agreement das Recht eingeräumt, anlässlich einer Kapitalerhöhung diejenige zusätzliche Anzahl Aktien zu zeichnen, die sie ursprünglich bei einer verminderten Bewertung, d.h. unter Berücksichtigung der Gewährleistungsverletzung, für ihren Investmentbetrag erhalten hätten. Im Investment Agreement wird vorgesehen, dass die neuen Aktien von der Zielgesellschaft entweder als Gratisaktien ausgegeben werden, falls die Gesellschaft über genügend frei verfügbare Mittel verfügt, oder dass die Investoren ansonsten das Recht haben, die neuen Aktien zum Nominalwert zu zeichnen.²⁷ Die Durchführung einer kompensatorischen Kapitalerhöhung setzt somit die Mitwirkung der bisherigen Aktionäre voraus. Damit die Investoren die neuen Aktien zeichnen können, müssen sämtliche bisherigen Aktionäre auf ihr Bezugsrecht verzichten.

e) *Risiken und Mittelweg*

Obwohl das Konstrukt der kompensatorischen Kapitalerhöhung die ideale Lösung für die Gewährleistungsthematik in Investmentsituationen zu sein scheint, muss man sich bewusst sein, dass es auch bei der Vereinbarung einer kompensatorischen Kapitalerhöhung in der Praxis für Investoren nach wie vor schwierig sein kann, ihren Schadenersatzanspruch durchzusetzen. Falls die Gewährleistungsverletzung den Wert der Zielgesellschaft massiv beeinträchtigen sollte, nützt es den Investoren wenig, wenn sie zusätzliche Aktien an der wertlosen Zielgesellschaft zeichnen können.²⁸ Schwierig wird es auch, wenn Uneinigkeit darüber besteht, ob überhaupt eine Gewährleistungsverletzung vorliegt und die bisherigen Aktionäre die Durchführung einer kompensatorischen Kapitalerhöhung deshalb verweigern sollten. Die gerichtliche Durchsetzung einer kompensatorischen Kapitalerhöhung ist mühselig. Auch bei der Vereinbarung einer kompensatorischen Kapitalerhöhung gilt, dass die Investoren grundsätzlich kein Interesse haben, die Zielgesellschaft, an der sie beteiligt sind, einzuklagen. Hinzu kommt, dass Vertreter der Investoren häufig auch

²⁶ Ausnahmsweise auch im Shareholders Agreement, falls nicht alle bestehenden Aktionäre das Investment Agreement unterzeichnen.

²⁷ Philippin/Loepfe, 300.

²⁸ Vgl. auch Philippin/Loepfe, 301.

im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sitzen, was im Klagefall unweigerlich zu Interessenskonflikten führen würde.²⁹

Aus den obigen Gründen bestehen Investoren häufig auf „Mischformen“ im Zusammenhang mit Gewährleistungsverpflichtungen. D.h. die Zielgesellschaft gibt grundsätzlich die Gewährleistungen ab und für den Fall einer Gewährleistungsverletzung wird eine kompensatorische Kapitalerhöhung vorgesehen. Zusätzlich geben aber auch die Gründer und ggf. die Management-Aktionäre ebenfalls sämtliche oder gewisse ausgewählte Gewährleistungen ab³⁰ und haften hierfür bei einer Gewährleistungsverletzung bis zu einem bestimmten limitierten Betrag.³¹ Selbst wenn der finanzielle Nutzen für die Investoren im Streitfall beschränkt bleibt und eine Klage der Investoren nicht sehr wahrscheinlich ist, führt eine solche Regelung dazu, dass die Gründer und ggf. das Management in dieser Konstellation trotzdem „skin in the game“ haben, da sie für Gewährleistungsansprüche grundsätzlich zur Rechenschaft gezogen werden könnten. Dies schafft einen Anreiz für die Gründer/das Management, den von den Investoren vorgeschlagenen Gewährleistungskatalog sorgfältig zu studieren und allfällige heikle Themen den Investoren gegenüber vor Abschluss des Investment Agreements offen zu legen. Aus Investorensicht bleibt anzumerken, dass eine sorgfältige Due Diligence im Vorfeld der Transaktion nach wie vor das wichtigste Mittel bleibt, allfällige Risiken frühzeitig zu identifizieren und einen allfälligen späterem Schaden zu minimieren.

III. Vorzugsrechte

i. Begriff

Private Equity und Venture Capital Investoren sind üblicherweise nur gegen Einräumung von Vorzugsrechten (*Preferences*) zum Investment bereit. Unter Vorzugsrechten versteht man bei Private Equity und Venture Capital Transaktionen insbesondere finanzielle Vorzugsrechte, wie z.B. Dividendenvorzugsrechte (*Dividend Preferences*), Vorzugsrechte im Falle einer Liquidation, eine bevorzugte Beteiligung am Verkaufserlös (*Liquidation Preferences*) oder auch

²⁹ Toral/Jaccard, 276.

³⁰ Je nach Konstellation sind verschiedene Kombinationen denkbar; sämtliche bisherigen Aktionäre geben üblicherweise die sog. fundamentalen Gewährleistungen ab (Eigentum, Ermächtigung zum Abschluss des Vertrags).

³¹ Häufig wird z.B. ein Jahresgehalt als Haftungsmitel für einen Gründer vorgesehen. Bei den sog. fundamentalen Gewährleistungen (Eigentum, Ermächtigung zum Abschluss des Vertrags) entspricht die Haftungsmitel üblicherweise dem Investmentbetrag der Investoren.

der Verwässerungsschutz (*Anti-dilution Adjustment*). Bei weiteren Finanzierungsrunden werden dabei häufig weitere Kategorien von Vorzugsrechten geschaffen.

Vorzugsrechte werden bei Private Equity und Venture Capital Transaktionen üblicherweise im Shareholders Agreement vertraglich vereinbart und insbesondere bei betragsmässig grösseren Investments (soweit rechtlich möglich) durch die Schaffung von Vorzugsaktien zusätzlich gesellschaftsrechtlich verankert.³²

Der inhaltlichen Ausgestaltung statutarisch verankerter Vorzugsrechte setzt das aktienrechtliche Verbot von Nebenleistungspflichten eine Grenze. Dieses besagt, dass Aktionären durch die Statuten keine Pflichten, welche über die Pflicht zur Leistung des Ausgabebetrags hinausgehen, auferlegt werden können.³³ Entsprechend können durch Vorzugsaktien keine Vorzugsrechte gewährt werden, deren Erfüllung zwingend die Mitwirkung der anderen Aktionäre bedingt.³⁴ Vorzugsrechte, welche den Vorzugsaktionären qualitativ etwas anderes zusichern, als das was ihnen ohnehin an Vermögens- oder Bezugsrechten zustehen würde, sind problematisch, insbesondere weil es sich nicht mehr um einen zulässigen Vorrang oder Mehranspruch an einem ohnehin bestehenden Vermögensrecht der Aktionäre handelt.³⁵ Vorzugsaktien können nach Schweizer Recht somit ausschliesslich Sonderrechte vermögensrechtlicher Natur gewähren, d.h. insbesondere Vorzugsrechte in Bezug auf Dividendenausschüttungen der Gesellschaft und eine bevorzugte Beteiligung am Liquidationserlös der Gesellschaft (Art. 656 Abs. 2 OR). Nach Schweizer Recht ist es hingegen nicht möglich, die in Private Equity und Venture Capital Transaktionen zentralen Vorzugsrechte betreffend Erlöspräferenzen oder Anti-Dilution-Regelungen mittels Vorzugsaktien abzusichern.³⁶

Auch wenn gewisse Vorzugsrechte nach Schweizer Recht nicht mittels Vorzugsaktien gesellschaftsrechtlich abgesichert werden können, war die Schaffung von Vorzugsaktien für Dividenden- und Liquidationsvorzugsrechte bisher üblich. Dies unter anderem deshalb, weil die herrschende Lehre bisher davon ausging, dass die Vorzugsaktionäre bei der Missachtung ihrer statutarisch vorgesehenen Dividendenvorzugsrechte ein direktes Forderungsrecht gegenüber

³² Sämtliche Ausführungen zu Vorzugsaktien gelten analog für Vorzugspartizipationsscheine (Art. 656a Abs. 2 OR).

³³ Art. 680 Abs. 1 OR; BSK OR II-Vogt, Art. 680, N 13; Gericke, 108.

³⁴ Gericke, 108.

³⁵ Böckli, § 3 N 176 ff.

³⁶ Böckli, § 3 N 171 ff.; BSK OR II-Liebi, Art. 654-656, N 58; Gericke, 108.

der Gesellschaft haben³⁷, und somit durch die Vorzugsaktien bessergestellt wurden, als wenn diese Vorzugsrechte rein vertraglich vereinbart worden wären. Durch die neue Rechtsprechung des Bundesgerichts in BGE 147 III 236 hat sich die Rechtslage diesbezüglich nun geändert.³⁸ Es stellt sich deshalb die Frage, ob aufgrund dieses Entscheids zukünftig vermehrt auf die Schaffung von Vorzugsaktien in Private Equity und Venture Capital Transaktionen verzichtet wird.

2. Praxisänderung des Bundesgerichts

In BGE 147 III 236 hatte sich das Bundesgericht unter anderem mit der Frage auseinanderzusetzen, ob ein Vorzugsaktionär ein direktes Forderungsrecht auf Leistung einer Vorzugsdividende gegenüber der Gesellschaft hat.³⁹ Als Sachverhalt lag dem Entscheid ein Generalversammlungsbeschluss zugrunde, in welchem über die „Verwendung des Geschäftsergebnisses“ abgestimmt wurde. Dieser Generalversammlungsbeschluss wurde von einem Aktionär mit der Begründung, dieser Beschluss verletze die ihm statutarisch festgesetzten Vorzugsrechte, angefochten.⁴⁰ Die Vorinstanz, das Handelsgericht des Kantons Bern, befand, dass die Statuten eine Pflicht zur Ausrichtung einer Vorzugsdividende begründen und der fragliche Generalversammlungsbeschluss bezüglich der „Verwendung des Geschäftsergebnisses“ aufzuheben sei. Gleichzeitig attestierte das Handelsgericht des Kantons Bern dem Vorzugsaktionär – entgegen der bisherigen Rechtsprechung des Bundesgerichts – jedoch keinen direkten Forderungsanspruch und kein entsprechendes Klagerecht gegenüber der Gesellschaft.⁴¹

Das Bundesgericht stützte im Leitentscheid BGE 147 III 236 die Ansichten der Vorinstanz mit folgender Begründung: Vorab stellte das Bundesgericht fest, dass die Frage, ob, beziehungsweise in welchem Zeitpunkt und unter welchen Voraussetzungen ein Forderungsrecht der Vorzugsaktionäre gegenüber der Gesellschaft bestehe, in der Lehre umstritten sei.⁴² Das Bundesgericht referenzierte dabei seine bisherige Rechtsprechung zu diesem Thema⁴³, woraus ein Teil der Lehre schliesse, dass sich das Dividendenvorrecht im Zeitpunkt

³⁷ BGE 147 III 126 E. 3.1.1 S. 128 ff. m.w.H.; siehe dazu auch Dazio/von der Crone, 237 ff.

³⁸ Zur neueren Rechtsprechung des Bundesgerichts siehe nachfolgend, [III.2.](#)

³⁹ Im konkreten Fall handelte es sich um einen Vorzugspartizipanten. Die Regelungen für Vorzugsaktionäre gelten aber auch für Vorzugspartizipanten, weshalb in diesem Beitrag vereinfacht der einheitliche Begriff der „Vorzugsaktionäre“ verwendet wird.

⁴⁰ Zum Ganzen BGE 147 III 126 Sachverhalt.

⁴¹ Entscheid des Handelsgerichts des Kantons Bern HG 18 65 vom 4. Oktober 2019, Rz. 39.

⁴² BGE 147 III 126 E. 3.1-3.1.2 S. 128 ff. m.w.H.

⁴³ BGE 29 II 452 und BGE 53 II 250.

des Gewinnverwendungsbeschlusses der Generalversammlung in einer Forderung konkretisierte und deshalb den Vorzugsaktionären ab diesem Zeitpunkt eine gegen die Gesellschaft durchsetzbare Forderung auf Ausrichtung des Bilanzgewinns zukomme, der auf das in den Statuten festgelegte Dividenden-vorzugsrecht entfalle.⁴⁴ Ein anderer Teil der Lehre sei der Ansicht, dass die frühere bundesgerichtliche Rechtsprechung mit dem geltenden Recht unvereinbar sei.⁴⁵ Das Bundesgericht folgt sodann – wie bereits die Vorinstanz – der zweiten Lehrmeinung, wonach die bisherige Rechtsprechung insbesondere aufgrund verschiedener Gesetzesrevisionen nicht mehr mit geltendem Recht zu vereinen sei. Entsprechend bestehe *kein direkter und klagbarer Anspruch auf Entrichtung einer Vorzugsdividende*, vielmehr müsse der Generalversammlungsbeschluss bei Verstoß gegen die Statuten angefochten werden.⁴⁶ Das Bundesgericht zog dabei namentlich in Erwägung, dass ein direkter Forderungsanspruch nur klagewilligen (Vorzugs-)Aktionären zukommen würde, was nicht dem Willen des Gesetzgebers entsprechen würde und einzig durch die vorgängige Anfechtung des Beschlusses geändert werden könne, da in diesem Fall ein Gutheissungsentscheid gegenüber sämtlichen Aktionären (und nicht nur gegenüber dem klagenden Aktionär) Wirkung entfalte.⁴⁷

Schliesslich befasste sich das Bundesgericht mit der Frage, welche Rechtsbeihilfe einem Vorzugsaktionär zukommen sollen, wenn der Generalversammlungsbeschluss erfolgreich angefochten wurde, die Generalversammlung aber keinen neuen statutenkonformen Beschluss fällt oder aber diesen ungebührlich verzögert. Das Bundesgericht hielt fest, dass die Generalversammlung nach Treu und Glauben verpflichtet sei, nach erfolgreicher Anfechtung eines Generalversammlungsbeschlusses zügig einen statutenkonformen Beschluss zu fassen. Erfolge dieser Beschluss erneut nicht statutenkonform oder verzögere die Generalversammlung den Beschluss ungebührlich, verhalte sie sich treuwidrig. Der Vorzugsaktionär habe diesen Beschluss wiederum anzufechten. Um ein unnötiges Hin und Her zu vermeiden, spricht das Bundesgericht dem Vorzugsaktionär in solchen Fällen einen direkten Anspruch gegenüber der Gesellschaft zu.⁴⁸ Bei wiederholt treuwidrigem Verhalten der Generalversammlung kommt dem Vorzugsaktionär also – ausnahmsweise – ein direkter Anspruch zu. Diese Ausnahmelösung leitet das Bundesgericht aus der Ausnahmebefugnis des Richters im Rahmen des Rechtsmissbrauchsverbots ab.⁴⁹

⁴⁴ BGE 147 III 126 E. 3.1.1 S. 128 ff. m.w.H.; siehe dazu auch Dazio/von der Crone, 237 ff.

⁴⁵ BGE 147 III 126 E. 3.1.2 S. 129 ff. m.w.H.

⁴⁶ BGE 147 III 126 E. 3.2 und 3.3 S. 130 ff.

⁴⁷ BGE 147 III 126 E. 3.3.2.

⁴⁸ BGE 147 III 126 E. 3.4.5 S. 137 ff.

⁴⁹ BGE 147 III 126 E. 3.4.5 S. 138.

3. Folgen für die Praxis

a) *Zivil- und Gesellschaftsrechtliche Folgen*

Obwohl die bundesgerichtliche Rechtsprechung die Ausgestaltungsmöglichkeiten von statutarisch verankerten Vorzugsrechten nicht berührt, hat das Bundesgericht mit seiner Rechtsprechung in BGE 147 III 236 ein wichtiges Instrument zur Absicherung und Durchsetzung von Verhandlungsergebnissen und überdies die Schutzrechte von Minderheitsaktionären erheblich geschwächt. Die als Ergebnis von Verhandlungen zugesicherten Vorzugsrechte können nicht mehr mittels einer statuarischen Verankerung abgesichert werden bzw. wurde die zusätzliche Rechtssicherheit und der Rechtsschutz durch die bundesgerichtliche Rechtsprechung bedeutend verschlechtert.⁵⁰

Üblicherweise werden mit mehreren Investment-Runden auch mehrere Vorzugsaktienkategorien geschaffen. Dadurch bringt die Ausgabe von Vorzugsaktien eine gewisse Komplexität mit sich. Da sich die Vorteile der Vorzugsaktien betreffend Durchsetzung der Dividendenvorzugsrechte⁵¹ seit BGE 147 III 236 vermindert haben, stellt sich die Frage, ob man nun in Finanzierungsrunden auf die Schaffung von Vorzugsaktien verzichten will und sich zukünftig auf eine Aktienkategorie und die bloss vertragliche Regelung der Vorzugsrechte im Shareholders Agreement beschränken will.⁵²

b) *Steuerrechtliche Folgen*⁵³

Nebst den zivil- bzw. gesellschaftsrechtlichen Überlegungen zur Schaffung von Vorzugsaktien sind bei der Strukturierung von Transaktionen bzw. Investitionen auch steuerrechtliche Aspekte zu berücksichtigen. Aus steuerlichen Überlegungen kann es auch zukünftig vorteilhaft sein, bei Finanzierungsrunden Vorzugsaktien zu schaffen. Dies insbesondere, weil innerschweizerisch unterschiedliche Auffassungen und entsprechend divergierende Praxen der kantonalen Steuerbehörden hinsichtlich der Zulässigkeit von asymmetrischen Dividendenausschüttungen⁵⁴ ohne entsprechende statutarische Grundlage

⁵⁰ Schenker/Schenker, 41, sprechen sogar von einer „faktischen Abschaffung der Vorzugsaktie“.

⁵¹ Da sich BGE 147 III 236 nur auf Dividendenvorzugsrechte bezog, sind Liquidationsvorzugsrechte grundsätzlich nach wie vor direkt einklagbar.

⁵² Wie das heute bereits häufig bei Seed-Finanzierungsrunden häufig der Fall ist.

⁵³ Die Autoren danken lic.iur. Jonas Sigrist, Rechtsanwalt, dipl. Steuerexperte, für den Austausch zum steuerrechtlichen Teil.

⁵⁴ Bei asymmetrischen Dividenden erhalten die Aktionäre von ihrer Kapitalquote abweichende Ausschüttungen, wie dies bei Vorzugsaktien der Fall sein kann.

bestehen. So verlangen z.B. der Kanton Zug⁵⁵ oder der Kanton Solothurn⁵⁶ eine statutarische Grundlage für die steuerliche Anerkennung asymmetrischer Dividendenzahlungen. Die Veranlagungs- und Gerichtspraxis anderer Kantone akzeptiert asymmetrische Dividendenausschüttungen auch ohne statutarische Grundlage.⁵⁷

Werden asymmetrische Ausschüttungen mangels statutarischer Grundlage für Steuerzwecke nicht anerkannt, so ist die statutenwidrige Ausschüttung grundsätzlich dem Aktionär als Dividende zuzurechnen, der dazu berechtigt gewesen wäre und durch Nichtanfechtung des Generalversammlungsbeschlusses darauf verzichtete. Die steuerrechtliche Behandlung beim Aktionär, welcher die Ausschüttung statutenwidrig effektiv empfängt, bestimmt sich dann nach dem Grund der Zuwendung und kann je nach Situation eine Schenkung, Erwerbseinkommen oder übriges Einkommen bzw. ordentlich steuerbaren Gewinn darstellen.

Für Zwecke der Verrechnungssteuer verweigert die Eidgenössische Steuerverwaltung die steuerliche Anerkennung der asymmetrischen Ausschüttung von steuerfrei rückzahlbaren Kapitaleinlagereserven unter Umständen selbst bei entsprechender statutarischer Grundlage.⁵⁸ Schliesslich können asymmetrische Dividenden an ausserhalb der Schweiz ansässige Aktionäre je nach den Verhältnissen und dem anwendbaren Doppelbesteuerungsabkommen zu einer nicht rückforderbaren Verrechnungssteuer führen.

c) *Schlussfolgerungen*

Die neuere Rechtsprechung des Bundesgerichts hat die Durchsetzbarkeit von statutarisch verankerten Vorzugsrechten in der Form von Vorzugsaktien erheblich geschwächt. Würden Vorzugsrechte inskünftig jedoch ausschliesslich vertraglich vereinbart und nicht durch die Schaffung von Vorzugsaktien auch gesellschaftsrechtlich verankert, könnte dies unter Umständen unerwünschte steuerliche Folgen mit sich bringen. Auch wenn die voranstehend ausgeführten Steuerfolgen für Investorinnen und Investoren keine grundlegende Änderung oder Erhöhung der Risiken mit sich bringen, sind diese bei der Strukturierung von Transaktionen zu berücksichtigen. So kann bei Private Equity Transaktionen bspw. ein durch Beteiligungen intensiviertes Management

⁵⁵ Urteil des Verwaltungsgerichts des Kantons Zug A 2020 5 vom 19. April 2022 E. 4.2.

⁵⁶ Urteil des Steuergerichts des Kantons Solothurn SGSTA.2019.75 vom 14. Juni 2021 E. 2.3.2.

⁵⁷ So bspw. der Kanton St. Gallen, siehe Entscheid des Verwaltungsgerichts des Kantons St. Gallen B 2015/323 vom 29. Juni 2017.

⁵⁸ Kreisschreiben der ESTV Nr. 29c zum Kapitaleinlageprinzip vom 23. Dezember 2022, Ziff. 4.1.

Team an der statutarischen Verankerung von Vorzugsrechten durch die Schaffung von Vorzugsaktien ein erhebliches Interesse haben, um die erläuterten steuerlichen Risiken zu minimieren.

Trotz der erheblich erschwerten Durchsetzung der Vorzugsrechte von Vorzugsaktien, sollten Vorzugsaktien bei der Strukturierung von Transaktionen bzw. Investitionen zukünftig nicht gänzlich ausser Acht gelassen werden. Insbesondere aufgrund gewisser steuerrechtlicher Risiken, welche mit der Ausschüttung von asymmetrischen Dividenden verbunden sind, kann eine Transaktionsstruktur mit Schaffung von Vorzugsaktien auch weiterhin vorteilhaft sein.

IV. Side Letters

1. Einführung

Unter dem Begriff Side Letter versteht man gemeinhin eine Nebenvereinbarung zwischen zwei oder mehreren Parteien, die zusätzlich zu einem zwischen diesen Parteien (und ggf. weiteren Parteien) bestehenden Hauptvertrag abgeschlossen wird. Ein Side Letter bezweckt in der Regel, den Hauptvertrag zu ergänzen, klarzustellen oder abzuändern.

Side Letters kommen bei Private Equity und Venture Capital Transaktionen in der Schweiz insbesondere bei Investments durch (häufig angelsächsische) institutionelle Investoren vor.⁵⁹ Institutionelle Investoren haben üblicherweise interne Vorgaben, die sie bei jedem Investment einhalten müssen, wie z.B. die Einhaltung von bestimmten regulatorischen Vorschriften durch die Zielgesellschaft, zusätzliche Informationsrechte oder spezielle Anforderungen beim Exit.⁶⁰

Bei diesen zusätzlich gewünschten Rechten der institutionellen Investoren bzw. Pflichten der Zielgesellschaft handelt es sich meistens um Themen, die auch im Shareholders Agreement geregelt werden könnten. Institutionelle Investoren bevorzugen aber dennoch oft die Form eines separaten Side Letters. Dies weil sie häufig über Standard-Side Letters verfügen, deren Inhalt dann nur noch mit geringem Aufwand auf die konkrete Transaktion angepasst werden muss.

⁵⁹ Side Letters kommen auch im Zusammenhang mit der Fund-Strukturierung vor, wobei diese Art von Side Letters sind nicht Teil dieses Beitrags sind.

⁶⁰ Siehe Beispiele unten, [IV.2.](#)

2. Häufige Bestimmungen in Side Letters (Auswahl)

a) *Zusätzliche Informationsrechte*

Interne Regelungen oder regulatorische bzw. steuerliche Vorgaben können es erforderlich machen, dass institutionelle Investoren zusätzliche Informationen von der Zielgesellschaft benötigen. Institutionelle Investoren verlangen deshalb meistens weitere Informationsrechte als diejenigen, die üblicherweise im Shareholders Agreement geregelt sind.

Beispiel:

The Investor shall have, at reasonable times and upon reasonable notice, full access to all books and records of the Company and its subsidiaries, shall be entitled to review and copy them at its discretion, and shall be entitled to inspect the properties of the Company and its subsidiaries and consult with management of the Company and its subsidiaries.

b) *Regulatorische Vorgaben*

Einen ähnlichen Hintergrund haben Vorschriften, bei welchen sich die Zielgesellschaft verpflichtet, gewisse regulatorische und Compliance-Vorschriften einzuhalten und/oder den Investor über Compliance-Untersuchungen oder Vorfälle umgehend zu unterrichten (soweit zulässig).

Beispiel:

The Company shall institute and maintain in effect policies and procedures reasonably designed to provide, taking into account the Company's size and scope of business, for the Company's compliance in all material respects with all laws applicable to its operations, properties, assets, products or services (including, without limitation, all Anti-Money Laundering Laws and ABAC Laws, in each case, to the extent applicable), and to operate its business pursuant to, in possession of and in compliance with the terms of all permits, licenses approvals and other authorizations required to conduct its business.

c) *Put Option*

Aus Reputations- oder Compliance-Gründen bestehen institutionelle Investoren in der Regel auch auf die Vereinbarung von Put Optionen, die ihnen den jederzeitigen Verkauf der Aktien an der Zielgesellschaft und somit den Ausstieg aus dem Investment ermöglichen. Häufig wird vorgesehen, dass in erster Linie die Gesellschaft und in zweiter Linie, entweder nur die Gründeraktionäre oder alle Aktionäre die Aktien bei Ausübung der Put Option zum Wert von

CHF 1.00 zurückkaufen müssen. Die Put Option soll den institutionellen Investoren somit den unkomplizierten und jederzeitigen Exit ermöglichen, insbesondere für den Fall, dass dies wegen Änderungen im Compliance-Umfeld erforderlich werden sollte.⁶¹

Beispiel:

The Investor may at any time require the Founders to purchase all (but not less than all) of the Shares held by the Investor for an aggregate purchase price of CHF 1.00 by giving written notice to the Founders, in which case, the purchase of the Shares held by the Investor shall be consummated within ten (10) days of notice from the Investor.

d) *Keine Namensnennung*

Institutionelle Investoren behalten sich im Side Letter häufig vor, dass die Zielgesellschaft den Namen des Investors nicht ohne schriftliche Zustimmung in Verbindung mit dem Investment oder anderweitig benutzen darf.

Beispiel:

The Company shall seek the Investor's prior written consent in order to use the name of the Investor in any publicity or advertising or to issue a press release or otherwise publicize or disclose any information related to the Investor being a party to the Investment Agreement, including the existence of the Investor as an investor in the Company, except as may be required by applicable law or regulation.

e) *Keine Anwendung von Konkurrenzverboten / Recht weitere Investments zu tätigen*

Institutionelle Investoren wollen im Side Letter häufig explizit klarstellen, dass sie durch das Investment in keiner Art und Weise in ihrer Geschäftstätigkeit beschränkt werden, insbesondere dass kein Konkurrenzverbot oder Abwerbeverbot in irgendeiner Art und Weise begründet werden soll und auch keine Restriktionen bei weiteren Investmenttätigkeiten bestehen.

Beispiel (kein Konkurrenzverbot):

Notwithstanding anything contained in this Side Letter or the Equity Documentation or any other agreement or instrument to the contrary, under no circumstances shall the Investor or any of its Affiliates be required to enter into or

⁶¹ Vgl. hierzu auch unten, [V](#).

otherwise become bound by any agreement that contains a non-competition, non-solicitation or other restrictive covenant that binds the Investor or any of its Affiliates.

Beispiel (Recht weitere Investments zu tätigen):

The Parties hereby agree and acknowledge that the Investor and its Affiliates invest in numerous companies, some of which may be deemed competitive with the Company's business. Notwithstanding anything to the contrary in this Side Letter, the Investor and its Affiliates shall not be bound by or be subject to any term in any Equity Documentation that would, in any way, directly or indirectly, restrict, limit, impair or restrain the conduct and operation of the businesses of the Investor or any of its Affiliates.

f) *Vorteilhaftere Exit Bestimmungen*

Soweit nicht bereits im Shareholders Agreement geregelt, behalten sich institutionelle Investoren im Side Letter häufig auch vorteilhaftere Exit-Bestimmungen vor. Typisch ist insbesondere der Vorbehalt, dass im Falle eines Exits nur eine Cash-Zahlung akzeptiert werden muss und dass nur limitierte Gewährleistungen (in der Regel nur sog. fundamentale Gewährleistungen) abgegeben werden müssen.

Beispiel:

With respect to any Change of Control Event, IPO Event, exit pursuant to a drag along or similar provision in the Shareholder Agreement or any other exit, the Investor shall (i) receive cash consideration only, which shall be no lower than the highest price per Share payable to all other selling shareholders for each corresponding class and type of Shares and (ii) not be required to give any warranties or indemnities other than warranties in respect of title and capacity.

3. Parteien und Durchsetzbarkeit

Wie oben ausgeführt, können Side Letters sehr unterschiedliche Inhalte haben. In der Praxis wird der Side Letter häufig nur zwischen der Gesellschaft und dem betreffenden Investor abgeschlossen. Je nach Regelungsinhalt des Side Letters, kann das unproblematisch sein, so z.B. bei zusätzlichen Informationsrechten⁶² oder bei der Verpflichtung der Zielgesellschaft zur Einhaltung von regulatorischen Vorgaben.⁶³ Sobald jedoch durch die Regelung im Side Letter Rechte anderer Aktionäre betroffen sind, wie z.B. bei vorteilhafteren

⁶² Siehe oben, [IV.2.a\)](#).

⁶³ Siehe oben, [IV.2.b\)](#).

Exit-Terms⁶⁴, genügt es nicht mehr, dass nur die Gesellschaft Partei des Side Letters ist, sondern es müssen auch sämtliche anderen Aktionäre den Side Letter unterzeichnen, damit der Investor den Inhalt des Side Letters rechtlich durchsetzen kann. Weil in der Regel sämtliche Aktionäre das Shareholders Agreement unterschreiben, kann es deshalb sinnvoll bzw. nötig sein, die Themen des Side Letters direkt im Shareholders Agreement zu adressieren oder den Side Letter dem Shareholders Agreement als Anhang beizufügen und im Shareholders Agreement entsprechend auf die Vorschriften des Side Letters zu referenzieren.⁶⁵

4. Entire Agreement Clause

Investment Agreements und Shareholders Agreements enthalten üblicherweise eine sogenannte „Entire Agreement“-Klausel. Mit dieser Bestimmung wird vereinbart, dass der schriftliche Vertrag die vollständige und ausschliessliche Vereinbarung zwischen den Parteien darstellt und sämtliche anderen Vereinbarungen und Abmachungen zum gleichen Thema, inklusive mündliche Absprachen, ersetzt und aufhebt. Im Zusammenhang mit einem Side Letter ist deshalb darauf zu achten, dass der Side Letter entweder Bestandteil des entsprechenden Vertrags ist (z.B. als Anhang zum Shareholders Agreement) oder explizit von der Entire Agreement-Klausel ausgenommen wird.

In der Entire Agreement-Klausel wird sodann manchmal auch explizit vorgesehen, dass kein Side Letter besteht, dessen Inhalt den anderen Aktionären nicht explizit zur Kenntnis gebracht wurde. Eine solche Bestimmung soll verhindern, dass ein Investor/Aktionär ohne Wissen der anderen Aktionäre betreffend das Investment in die Zielgesellschaft bessergestellt wird.

Beispiel (SECA-Muster Shareholders Agreement 2019):⁶⁶

With the exception of the Investment Agreement, this Agreement including its Annexes constitutes the entire agreement among the Parties with respect to the subject matter hereof and supersedes any agreement or understanding with respect to the subject matter hereof that may have been concluded between any of the Parties prior to the date of this Agreement. [The Parties confirm that in addition to this Agreement, there are no side agreements relating to the subject mat-

⁶⁴ Siehe oben, [IV.2.f](#)).

⁶⁵ Falls Themen des Side Letters das Investment Agreement betreffen, was weniger häufig der Fall ist, gilt das für das Shareholders Agreement ausgeführte analog für das Investment Agreement.

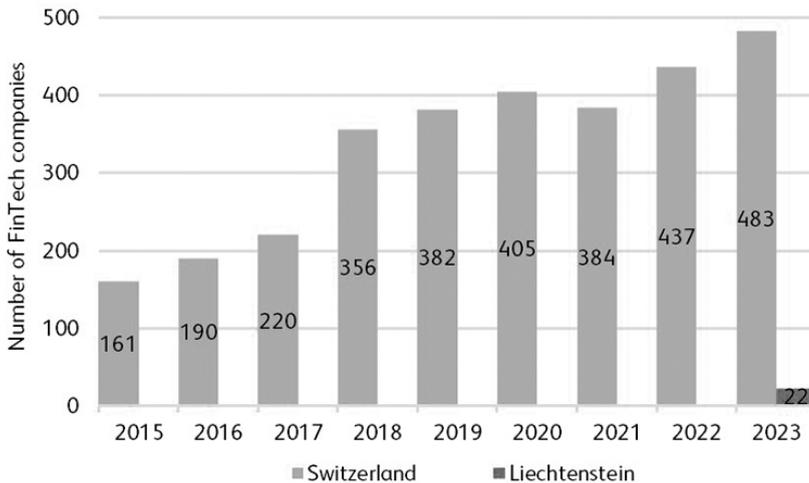
⁶⁶ Abrufbar unter <https://www.seca.ch/Templates/Templates/VC-Model-Documentation.aspx>.

ter hereof between any of them [that have not been disclosed to the other Parties and the terms of which may affect any of the rights granted to any of the Parties hereunder]].

V. Exkurs: US Bank Holding Company Act 1956 („BHCA“)

I. Einführung⁶⁷

2023 war ein Rekordjahr für den Schweizer FinTech-Sektor hinsichtlich der Anzahl aktiver Unternehmen.⁶⁸ Im Vergleich zum Jahr 2015 hat sich die Grösse des Sektors sogar verdreifacht.⁶⁹



Source: FinTech in der Schweiz zurück auf Wachstumskurs, Prof. Dr. Thomas Ankenbrand und Dr. Denis Bieri, HSULU, 7. März 2024, abrufbar unter <https://hub.hslu.ch/retailbanking/fintech-in-der-schweiz-wachstum-trotz-ruecklaeufiger-finanzierungsaktivitaeten/>.

⁶⁷ **Hinweis:** Die Ausführungen unter diesem Kapitel geben lediglich unsere Erfahrung mit Finanzierungsrunden, in denen der US Bank Holding Company Act von 1956 („BHCA“) zur Anwendung kam wieder und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Der BHCA ist ein komplexes US-Amerikanisches Gesetz und es gibt verschiedene Strukturierungsmöglichkeiten. Es muss immer der konkrete Einzelfall analysiert werden. Der Beizug eine US-Amerikanischen Anwalts ist unerlässlich, falls das BHCA zur Anwendung gelangt bzw. um dessen allfällige Anwendung festzustellen.

⁶⁸ <https://hub.hslu.ch/retailbanking/fintech-in-der-schweiz-wachstum-trotz-ruecklaeufiger-finanzierungsaktivitaeten/>.

⁶⁹ Siehe Fn. 68.

Unter anderem wegen der Zunahme von FinTech-Unternehmen in der Schweiz und dem verstärkten Interesse von Banken in FinTechs in der Schweiz zu investieren, gab es in den letzten Jahren vermehrt Transaktionen in der Schweiz, bei denen die Bestimmungen des US Bank Holding Company Act von 1956, kurz „**BHCA**“, zu beachten waren.

Der BHCA ist ein US-amerikanisches Bundesgesetz, welches die Tätigkeit von sogenannten Bankholdinggesellschaften (Bank Holding Companies, nachfolgend kurz „**BHCs**“) regelt. BHCs sind, vereinfacht gesagt, Unternehmen, die direkt oder indirekt mindestens 25% der Stimmrechte an einer US-Bank besitzen oder die Bank anderweitig kontrollieren.⁷⁰ BHCs müssen verschiedene regulatorische Vorschriften erfüllen und unterstehen der Aufsicht der Federal Reserve (US-Notenbank).

Der BHCA beschränkt unter anderem die Möglichkeit von BHCs, sich ohne Einholung einer Bewilligung der Federal Reserve direkt oder indirekt an Unternehmen zu beteiligen, die keine Bankentätigkeit ausüben. Grundsätzlich gilt, dass keine Bewilligung erforderlich ist, solange die BHC die Zielgesellschaft, in die sie (direkt oder indirekt) investiert, nicht kontrolliert. Dabei gibt es verschiedene Indikatoren für „Kontrolle“ die von der Federal Reserve verwendet werden, welche aber teilweise sehr auslegungsbedürftig und entsprechend mit Unsicherheit behaftet sind. Keine Kontrolle besteht gemäss herrschender Praxis, wenn max. 4.99% der stimmberechtigten Anteile (der „*voting securities*“) der Zielgesellschaft erworben werden, solange das Investment auch ansonsten passiv bzw. nicht kontrollierend ist (wie z.B. über Vetorechte im VR oder in der Generalversammlung). Wenn die Vermutung besteht, dass eine BHC das Zielunternehmen kontrolliert, kann die BHC diese Vermutung in einem Verfahren mit der Federal Reserve widerlegen. Dies kann jedoch ein schwieriges Unterfangen sein, welches die meisten BHCs vermeiden wollen. Daher werden Investitionen nach Möglichkeit so strukturiert, dass keine Vermutung von Kontrolle ausgelöst wird und Anzeichen von Kontrolle vermieden werden. Der Erwerb von max. 4.99% der stimmberechtigten Anteile und die Sicherstellung, dass auch anderweitig keine Kontrolle vorliegt, ist deshalb eine häufige Strukturierungsvariante,⁷¹ welche BHCs (und ihre Tochtergesellschaften) für ihre Investments nutzen.

⁷⁰ Vgl. Sec. 2 BHCA.

⁷¹ Es gibt auch weitere Strukturierungsvarianten.

2. Auswirkungen auf die Transaktion

a) Allgemein

BHCs, die dem BHCA unterstellt sind und direkt oder indirekt in eine Schweizer Gesellschaft investieren, wollen aufgrund der obigen Ausführungen somit häufig nicht mehr als 4.99% der stimmberechtigten Anteile an der Schweizer Gesellschaft erwerben. Für die Strukturierung des Investments bedeutet dies, dass diesfalls insbesondere die nachfolgenden Strukturierungselemente beachtet werden müssen.

b) Schaffung von Partizipationsscheinen

Falls der Gesamtbetrag, den die BHC investieren will, dazu führt, dass mehr als 4,99% der stimmberechtigten Aktien erworben werden würden, muss vorgesehen werden, dass die Zielgesellschaft für den Anteil, der 4.99% der Aktien übersteigt, Partizipationsscheine ausgibt und die investierende BHC somit sowohl Aktien (max. 4.99%) als auch Partizipationsscheine erwirbt. Den Partizipationsscheinen sollen dabei grundsätzlich die gleichen Rechte zukommen wie den Aktien, d.h. falls die BHC in der entsprechenden Finanzierungsrunde Vorzugsaktien erwirbt, müssen auch entsprechende Vorzugspartizipationsscheine mit den gleichen Vorzugsrechten geschaffen werden.⁷²

Als Folge davon, dass die BHC aufgrund ihrer Unterstellung unter den BHCA max. 4.99% der Aktien halten darf, müssen das Investment Agreement und das Shareholders Agreement Bestimmungen enthalten, die sicherstellen, dass diese maximale Beteiligung von 4.99% an Aktien während des ganzen Investments beibehalten werden kann. Die BHC muss somit z.B. das Recht haben, zukünftig ihre Aktien in Partizipationsscheine der gleichen Kategorie umzuwandeln oder bei einer späteren Kapitalerhöhung Partizipationsscheine der entsprechenden Kategorie, anstatt Aktien zu zeichnen.

c) Keine anderweitige Kontrolle

Neben dem Erfordernis, dass max. 4.99% der stimmberechtigten Anteile erworben werden können, muss sichergestellt werden, dass die BHC nicht anderweitig Kontrolle über die Zielgesellschaft erwirbt. Dies bedeutet insbesondere, dass der BHC im Shareholders Agreement kein Vetorecht betreffend

⁷² Für die Ausgabe von Vorzugspartizipationsscheinen genügt es dabei unseres Erachtens, dass Stammaktien vorhanden sind, d.h. es ist nicht zusätzlich erforderlich, dass auch noch Partizipationsscheine ohne Vorzugsrechte ausgegeben werden.

Beschlüsse der Generalversammlung oder des Verwaltungsrats eingeräumt werden dürfen und dass üblicherweise auch kein Vertreter der BHC im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft Einsitz nehmen darf.⁷³ Sodann sollten auch weitere Bestimmungen vermieden werden, die den Anschein von Kontrolle erwecken, wie z.B. ein Recht der BHC auf Ernennung des CEO's.

d) *Weitere Bestimmungen*

Bei Investments von Banken (auch wenn sie nicht dem BHCA unterstehen) müssen Zielgesellschaften in der Regel gewisse Bestimmungen akzeptieren, die es der Bank erlauben, ihren regulatorischen Verpflichtungen nachzukommen. Im Zusammenhang mit dem BHCA müssen diese allgemein üblichen regulatorischen Bestimmungen im Shareholders Agreement und Investment Agreement soweit nötig mit den zusätzlichen spezifischen Erfordernissen gemäss BHCA ergänzt werden.

So wird z.B. im Shareholders Agreement bei den Exit Bestimmungen üblicherweise festgehalten, dass die Bank beim Verkauf der Aktien keine Entschädigungen akzeptieren muss, welche sich für die Bank nachteilig unter dem BHCA auswirken könnten (wie z.B. Erhalt von Aktien an einer anderen Bank oder einer Financial Holding Company) (sog. *Restricted Consideration*) oder im Rahmen der sogenannten *Regulatory Put-Option* wird klargestellt, dass der Bank eine jederzeitige Put-Option zugestanden wird, wonach sie ihre Aktien und Partizipationsscheine jederzeit (üblicherweise zum Nominalwert) verkaufen kann, für den Fall dass die Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft sich u.a. nachteilig auf die Stellung der Bank unter dem BHCA auswirkt. Die erwähnten Bestimmungen werden häufig auch in einem Side Letter vereinbart.⁷⁴

Je nach individuellem Sachverhalt können weitere Bestimmungen erforderlich bzw. empfehlenswert sein. Falls durch das Investment ursprünglich klar weniger als 5% der stimmberechtigten Aktien einer Zielgesellschaft erworben werden, begnügen sich gewisse BHCs auch damit, die Einhaltung des BHCA nur generell in einem Side Letter zu vereinbaren, ohne explizit auf spezifische Handlungspflichten der Zielgesellschaft oder der Mitaktionäre einzugehen.

Die Anwendung des BHCA führt somit zu einer zusätzlichen Komplexität im Investment-Prozess. Einerseits hinsichtlich der allenfalls (je nach Investment Betrag) nötigen Schaffung von Partizipationsscheinen und andererseits durch zusätzlich erforderliche Bestimmungen im Investment Agreement und Share-

⁷³ Üblicherweise lässt sich die Bank nur das Recht einräumen mittels einem Board Observer an den VR-Sitzungen teilzunehmen.

⁷⁴ Vgl. hierzu oben, [IV.3.](#)

holders Agreement oder ggf. in einem Side Letter, um den Besonderheiten des BHCA Rechnung zu tragen. Es ist unerlässlich, dass in solchen Konstellationen ein US-Amerikanischer Anwalt oder eine US-Amerikanische Anwältin beigezogen wird.

Literaturverzeichnis

- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II, (Art. 530-964I OR inkl. Schluss- und Übergangsbestimmungen), in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), 6. A., Basel 2023 (zit. BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 5. A., Zürich 2022.
- Dazio Giovanni/von der Crone Hans Caspar, Das Vorrecht auf Dividende bei Vorzugsaktien und Vorzugspartizipationsscheinen, SZW 2021, 236 ff.
- Forstmoser Peter/Küchler Marcel, Aktionärbindungsvertrag, Rechtliche Grundlagen und Umsetzung in der Praxis, Zürich 2015.
- Frey Martin, Investment Agreement – Rechtsfragen und Ausgestaltung, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity, Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA-Musterverträge), Zürich 2011, 101 ff.
- Gerhard Frank, Private Investments in Public Equity (PIPE) – Ein Blick auf PIPE-Transaktionen in der Schweiz, GesKR 2006, 286 ff.
- Gericke Dieter, Vorzugsrechte des Venture-Capital Investors, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity – Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA-Musterverträge), Zürich 2011, 101 ff.
- Philippin Edgar/Loepfe Nicolas, Zusicherungen und Garantien zugunsten von Investoren im Rahmen einer Finanzierungsrunde, SZW 2016, 295 ff.
- Schenker Urs/Schenker Oliver, Praxisleitfaden zum revidierten Aktienrecht, Bern 2023.
- Toral Mehmet/Jaccard Michel, Indemnification mechanism in equity investment agreements, GesKR 2021, 267 ff.
- Wenger Christian/Speck Beat, Musterverträge SECA Light – eine Diskussionsgrundlage, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity IV, Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder, 173 ff.
- Wyss Alexander, Finanzierung von Jungunternehmen, der Beteiligungsvertrag, ST 2006, 423 ff.

Akquisitionsstrukturierung aus steuerlicher Sicht

Reto Heuberger

Inhalt

I.	Einleitung	65
II.	Ziele Käufer und Verkäufer	65
	1. Steuerliche Ziele: Überblick	65
	2. Ziele Verkäufer	66
	3. Ziele Käufer	66
	4. Fiskalischer Zielkonflikt	67
	5. Minimierung Transaktionsabgaben	68
III.	Carve-out	69
	1. Ausgangslage	69
	2. Spaltung	70
	a) Voraussetzungen für eine steuerneutrale Spaltung	71
	b) Steuerfolgen der Spaltung	71
	3. Share Deal	72
IV.	Akquisitionsstrukturen	72
	1. Schritte 1-7: Akquisitionsstruktur	72
	a) Schritt 1: Gründung der L Holding II	73
	b) Schritt 2: Gründung der L Holding I und Einbringung von L Holding II	73
	c) Schritt 3: Kapitalzuführung in L Holding II	73
	d) Schritt 4: Erwerb Swiss Target	74
	e) Schritt 5: Gewährung eines Downstream-Darlehens	74
	f) Schritt 6: Erwerb der French Target	74
	g) Schritt 7: Revolving Credit Facility	74
	2. Schritte 8-II: Managementbeteiligung (Management Incentive Program – MIP)	74
	a) Schritt 8: Gründung der ManCo	75
	b) Schritt 9: Erwerb von Stammaktien durch das Management	75
	c) Schritt 10: Beteiligung der ManCo an L Holding I	75
	d) Schritt 11: Umwandlung der verbleibenden Aktien in Vorzugsaktien	76
	3. Schritte 12 und 13: Zusätzlicher Debt Pushdown	76
	a) Schritt 12: Dividendenausschüttung durch Swiss Target	76
	b) Schritt 13: Dividende als nachgelagertes Darlehen	77
	4. Schritt 14: Reinvestition durch Verkäufer	77
	5. Schweizerische Steuerfolgen der Akquisitionstransaktion	77
	a) Schritt 4: Erwerb Swiss Target und Käuferdarlehen	78
	b) Schritt 5: Downstream-Darlehen von L Holding II an Swiss Target	78
	c) Schritt 6: Erwerb der French Target durch Swiss Target	78

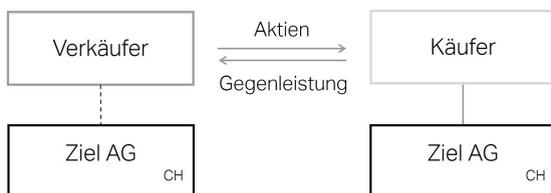
d)	Schritt 7: Revolving Credit Facility	78
6.	Akquisitionsvehikel	78
a)	Luxemburg Akquisitionsvehikel	78
aa)	DBA-Berechtigung der L Holding II	79
bb)	Bilanzielle und Personelle Substanz	79
cc)	Personelle Substanz	80
dd)	Alternativen zu Luxemburg als Akquisitionsvehikel	80
b)	Alternative: Offshore Akquisitionsvehikel	81
aa)	Offshore Holding: Keine DBA-Berechtigung	81
bb)	Altreservenpraxis bei Exit	81
c)	Alternative: Offshore Fund mit Schweizer Akquisitionsvehikel	82
aa)	CH AkquiCo: Struktur und Beteiligung	83
bb)	Dividenden von Swiss Target an CH AkquiCo	83
cc)	Erweiterte internationale Transponierung	83
dd)	Keine erweiterte internationale Transponierung bei externer Finanzierung	83
V.	Funding und Debt Pushdown	84
1.	Funding	84
a)	Aktionärsdarlehen	84
b)	Kapitalisierung mit Eigenkapital	85
c)	Revolving Credit Facility	85
2.	Debt Pushdown	85
a)	Gestaffelter Erwerb	85
aa)	Schritte 5 und 6: Downstream-Darlehen und Erwerb der French Target	86
bb)	Steuerliche Implikationen des gestaffelten Erwerbs	86
b)	Equity to Debt Swap	87
VI.	Managementbeteiligung (MIP)	88
1.	Managementbeteiligungsgesellschaft	88
a)	Schritte 8 bis 11: Gründung der ManCo und Umwandlung der Aktienstruktur	89
b)	Resultierende Eigenkapitalstruktur der L Holding I	90
2.	MIP – Schweizerische Steuerfolgen	90
a)	Erwerb und Halten der Stammaktien von ManCo	90
b)	Exit: Steuerliche Behandlung beim Verkauf	91
VII.	Reinvestition durch Verkäufer	92
1.	Strukturierungsvarianten der Reinvestition	93
2.	Mögliche Transaktionsstrukturierungen	93
3.	Steuerliche Auswirkungen	93
VIII.	Zusammenfassung und Ausblick	94
	Literaturverzeichnis	95

I. Einleitung

Dieser Aufsatz beleuchtet die steuerlichen Herausforderungen bei der Übernahme einer schweizerischen Gesellschaft durch einen **Private Equity Fonds**. Im Mittelpunkt stehen dabei die verschiedenen steuerlichen Implikationen, die sich bei der **Strukturierung der Transaktion** ergeben. Dazu gehören insbesondere die Akquisitionsstruktur, die Finanzierung sowie die **Managementbeteiligung** im Rahmen eines **Management Incentive Programs (MIP)**. Auch die **Reinvestition der Verkäufer** wird betrachtet.

II. Ziele Käufer und Verkäufer

i. Steuerliche Ziele: Überblick



In jeder Transaktion zwischen Käufer und Verkäufer gibt es steuerliche Ziele, die beide Parteien anstreben. Für den Verkäufer ist es von zentraler Bedeutung, den Verkaufserlös möglichst steuerfrei zu erhalten. Dies bedeutet, den erzielten Gewinn so zu strukturieren, dass er entweder steuerfrei bleibt oder minimal belastet wird, um den maximalen Nettogewinn aus dem Geschäft zu erzielen.

Auf der anderen Seite hat der Käufer das Ziel, seine Ausgaben steuerlich so effizient wie möglich zu gestalten. Hier spielt die Fremdfinanzierung oft eine wichtige Rolle, da der Käufer die anfallenden Schuldzinsen für den Kauf von der Steuer absetzen möchte. Weitere Faktoren für den Käufer sind die Abschreibung des erworbenen Goodwills und anderer Kosten, die im Zuge der Übernahme oder Akquisition anfallen.

Beide Parteien, Käufer und Verkäufer, haben ausserdem ein gemeinsames Interesse daran, die Transaktionskosten so gering wie möglich zu halten. Dazu zählt die Minimierung von Abgaben wie Stempelsteuern oder Handänderungssteuern.

Insgesamt wird eine Transaktion nicht nur durch den reinen Verkaufspreis bestimmt, sondern auch durch eine steuerliche Planung, die die Interessen beider Seiten berücksichtigt.

2. Ziele Verkäufer

Verkäufer verfolgen in einer Transaktion verschiedene Ziele, abhängig von der gewählten Struktur des Verkaufs. Beim Barverkauf profitieren Gesellschaften vom Beteiligungsabzug auf dem Kapitalgewinn. Wenn es sich um Aktien im Privatvermögen handelt, möchten die Verkäufer den erzielten Kapitalgewinn steuerfrei vereinnahmen, was einen starken Anreiz für einen solchen Verkauf darstellt.

Gewisse Transaktionen, insbesondere Unternehmenszusammenschlüsse und Übernahmen, können als Aktientausch statt Barverkauf strukturiert werden. In diesen Fällen strebt der Verkäufer einen steuerneutralen Aktientausch an, wie er bei der „Quasifusion“ erfolgt.

Ein spezieller Fall tritt beim sogenannten Squeeze-Out der Minderheitsaktionäre nach einer öffentlichen Übernahme auf. Je nach Strukturierung der Transaktion kann dieser entweder steuerneutral durchgeführt werden oder steuerliche Konsequenzen nach sich ziehen, wie etwa Einkommens- oder Verrechnungssteuern. Die Steuerfolgen können mit der Wahl der Strukturierung gestaltet werden.

Neben der Steuerneutralität des Kapitalgewinns ist auch die Minimierung und die steuerliche Abzugsfähigkeit von Transaktionskosten ein Ziel des Verkäufers.

3. Ziele Käufer

Käufer verfolgen bei einer Unternehmensübernahme oder -beteiligung steuerliche Ziele, um das Investment effizient zu strukturieren und mögliche Risiken zu minimieren. Ein allgemeines Ziel ist der Schutz vor historischen Steuererrisiken des übernommenen Unternehmens. Der Käufer will sicherstellen, dass er nicht für Steuerverbindlichkeiten aus der Vergangenheit des Unternehmens haftet. Ferner möchte der Käufer die steuerlichen Verlustvorträge des erworbenen Unternehmens erhalten, damit diese mit zukünftigen Gewinnen steuermindernd verrechnet werden können. In der Schweiz gehen diese Verlustvorträge bei der Übernahme in der Regel nicht verloren – im Gegensatz zu anderen Jurisdiktionen.

Ein häufiges Anliegen bei der Finanzierung des Kaufs ist der steuerlich effiziente Abzug von Schuldzinsen. Da in der Schweiz keine Steuerkonsolidierung möglich ist, können Zinsen auf Fremdfinanzierungen bei einer schweizerischen Holdinggesellschaft nicht steuereffizient abgezogen werden. Um diesem Problem zu begegnen, versucht der Käufer einen sogenannten Debt

Pushdown zu strukturieren, indem er die Schulden auf die operative Tochtergesellschaft überträgt, damit die Zinsen dort vom operativen Gewinn abgezogen werden können. Die naheliegende Strukturierung als Mutter-Tochter-Fusion wird von den Steuerbehörden in der Schweiz indes regelmässig als Steuerumgehung qualifiziert¹, wobei die Steuerbehörden mittlerweile häufig auch andere Strukturierungen als Steuerumgehung betrachten.

Ein weiteres Ziel ist die Abschreibung von Goodwill. Diese ist in der Regel nur bei einem Asset Deal möglich, nicht jedoch bei einem Share Deal. In einigen Fällen, wie etwa bei einer Mutter-Tochter-Fusion, kann der Verlust aus der Fusion als Goodwill aktiviert werden. Allerdings wird eine Abschreibung dieses Goodwills steuerlich in der Regel nicht anerkannt, was die Effizienz dieser Methode einschränkt.

4. Fiskalischer Zielkonflikt



In vielen Transaktionen zwischen Käufer und Verkäufer besteht ein potenzieller fiskalischer Zielkonflikt, der sich aus den unterschiedlichen steuerlichen Interessen der Parteien ergibt. Während der Verkäufer in der Regel bestrebt ist, den Verkaufserlös möglichst steuerfrei oder zumindest steuerminimierend zu realisieren, verfolgt der Käufer das Ziel, die steuerliche Belastung im Zuge der Finanzierung und Integration des erworbenen Unternehmens zu optimieren.

Der Verkäufer bevorzugt daher häufig einen Share Deal, da dieser in vielen Fällen zu einem steuerfreien Kapitalgewinn führen kann, insbesondere bei Aktien im Privatvermögen. Für den Käufer hingegen ist ein Share Deal steuerlich häufig nachteilig, da in diesem Fall eine Abschreibung des Goodwills in der Regel

¹ Für eine Übersicht der kantonalen Ansätze siehe Oesterhelt/Schreiber, Kap. 4.9, 157 ff.

nicht möglich ist. Ein Asset Deal wäre für den Käufer daher oft vorteilhafter. Dieser Konflikt führt dazu, dass beide Parteien eine Lösung suchen müssen, die ihre jeweiligen Interessen berücksichtigt.

Zusätzlich dazu besteht ein gemeinsames Interesse an der Minimierung von Transaktionsabgaben wie Stempelsteuern oder Handänderungssteuern. Hier ist jede Partei darauf bedacht, dass die Verteilung der Abgabenlast zu ihren Gunsten ausfällt.

5. Minimierung Transaktionsabgaben

Eines der Anliegen bei Unternehmensübernahmen oder Verkäufen ist die Minimierung von Transaktionsabgaben. In der Schweiz gibt es mehrere Arten von Abgaben, die je nach Struktur der Transaktion anfallen können. Eine der häufigsten Abgaben ist die 0.15% Umsatzabgabe, die beim Kauf von Aktien einer Schweizer Gesellschaft anfällt, wenn eine Partei Effekthändler (insbesondere eine schweizerische Holdinggesellschaft mit Beteiligungen mit einem Buchwert von mindestens CHF 10 Mio.) ist oder ein schweizerischer Effekthändler (Bank oder M&A-Berater) als Vermittler involviert ist. Hier gibt es nur wenige Ausnahmen, wie etwa der Aktientausch bei Qualifikation der Transaktion als Fusion oder Quasifusion.

Eine weitere bei gewissen Transaktionsstrukturierungen (insbesondere der Kapitalisierung einer schweizerischen Akquisitionsgesellschaft) anfallende Abgabe ist die 1% Emissionsabgabe auf der Einbringung von Eigenkapital in eine schweizerische Gesellschaft.

Einige Kantone erheben auf den Verkauf von Liegenschaften eine Handänderungssteuer. Diese Steuer kann nicht nur bei einer physischen Übertragung von Immobilien anfallen, sondern auch bei einer sogenannten „wirtschaftlichen Handänderung“, also dem indirekten Verkauf von Immobilien durch den Verkauf der Anteile an einer Immobiliengesellschaft. Hier sind die kantonalen Regelungen zu prüfen.

Die Mehrwertsteuer (seit 2024 bei 8.1%) spielt insbesondere bei Asset Deals eine Rolle. Beim Verkauf eines Gesamt- oder Teilvermögens kann in vielen Fällen ein Meldeverfahren angewendet werden, das die sofortige Belastung durch die Mehrwertsteuer vermeidet. Beim Verkauf von Aktien fällt hingegen keine Mehrwertsteuer an.

Zusätzlich zu diesen Steuern fallen bei bestimmten Transaktionen auch Gebühren an, wie etwa Grundbuchgebühren oder Schreibgebühren. Der Kanton Tessin erhebt beispielsweise die sogenannte „Tassa di bollo“.

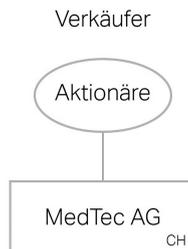
Insgesamt zielt die Minimierung der Transaktionsabgaben darauf ab, die steuerlichen Belastungen und Gebühren so weit wie möglich zu reduzieren. Eine entsprechende Planung und Nutzung der vorhandenen Ausnahmeregelungen kann dazu beitragen, die Kosten für die Parteien zu reduzieren.

III. Carve-out

i. Ausgangslage

Wenn der Erwerber eines Unternehmens nicht an allen Teilen der Zielgesellschaft interessiert ist, kann ein **Carve-out** erforderlich werden. Dabei wird ein bestimmter Unternehmensbereich, der für den Käufer nicht relevant oder strategisch von geringerem Interesse ist, aus der Zielgesellschaft ausgegliedert. Dieser Prozess ermöglicht es dem Käufer, nur die für ihn wesentlichen Vermögenswerte und Geschäftsfelder zu erwerben. Bei einem Carve-out muss die Aufteilung der Vermögenswerte, Verbindlichkeiten, Verträge und Mitarbeiter reibungslos gestaltet werden.

Im folgenden Beispiel nehmen wir an, dass die MedTec AG ein etabliertes Unternehmen in der Medizintechnikbranche ist, das einerseits medizinische Geräte herstellt und andererseits Einwegartikel für den medizinischen Einsatz (wie etwa Reagenzgläser) produziert (sog. Disposables). Ein Private-Equity-Fonds (PE-Fund) bekundet Interesse daran, den Disposables-Bereich der MedTec AG für einen Kaufpreis von CHF 100 Mio. zu übernehmen. Dieser Geschäftsbereich umfasst 20 Mitarbeitende, eine Vielzahl von Immaterialgüterrechten, moderne Produktionsanlagen sowie Vertriebsverträge. Der Bereich der medizinischen Geräte soll nicht verkauft werden.

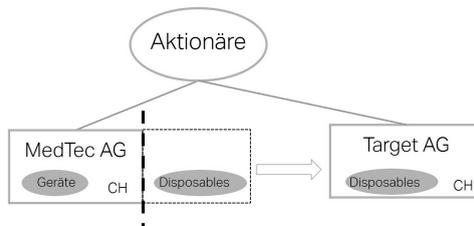


- Geräte
- Disposables

MedTec AG			
UV	12'000	8'000	FK
IP Geräte	3'000	1'000	AK
IP Disposables	2'000	4'000	KER
AV	3'000	7'000	Reserven
	20'000	20'000	

Ein Asset Deal hätte zunächst erhebliche Gewinnsteuerfolgen (auf die Differenz zwischen Kaufpreis und Buchwert des Nettoaktivenüberschusses). Ausserdem müssten die Aktionäre auf einer allfälligen Ausschüttung des Erlöses durch die MedTec AG die Einkommenssteuer entrichten. Deshalb wählen die MedTec AG und die Aktionäre eine steuerlich vorteilhafte Variante: Zunächst spaltet die MedTec AG den Disposables-Betrieb in eine neue Gesellschaft ab. Anschliessend verkaufen die Aktionäre die Aktien dieser neuen Gesellschaft.

2. Spaltung



Vor dem Carve-out weist die MedTec AG ein Umlaufvermögen (UV) von CHF 7 Mio., Anlagevermögen (AV) von CHF 2 Mio., Fremdkapital (FK) von CHF 5 Mio., Aktienkapital (AK) von CHF 1 Mio., Kapitaleinlagereserven (KER) von CHF 3.9 Mio. und übrige Reserven von CHF 2.1 Mio. aus.

Die Target AG, welche nach der Spaltung den Disposables-Bereich übernimmt, wird mit einem Umlaufvermögen von CHF 5 Mio. und einem Anlagevermögen von CHF 1 Mio. ausgestattet. Auf der Passivseite der Target AG betragen das FK CHF 3 Mio., das AK CHF 100'000 und die KER CHF 4.9 Mio. Diese Verteilung sichert beiden Gesellschaften eine stabile finanzielle Basis nach der Spaltung.

MedTec AG				Target AG			
UV	7'000	5'000	FK	UV	5'000	3'000	FK
IP Geräte	3'000	1'000	AK	IP Disposables	2'000	100	AK
AV	2'000	3'900	KER	AV	1'000	0	KER
		2'100	Reserven			4'900	Reserven
	12'000	12'000			8'000	8'000	

a) *Voraussetzungen für eine steuerneutrale Spaltung*

Für die Steuerneutralität der Spaltung sind folgende Bedingungen zu erfüllen:²

1. **Fortbestand der Steuerpflicht in der Schweiz:** Beide Gesellschaften, sowohl die MedTec AG als auch die Target AG, müssen nach der Spaltung weiterhin in der Schweiz steuerpflichtig bleiben.
2. **Übernahme der Gewinnsteuerwerte:** Die Target AG muss die Steuerwerte der MedTec AG übernehmen, um eine Aufwertung der übertragenen Vermögenswerte zu vermeiden.
3. **Übertragung und Weiterführung eines Betriebes oder des übertragenen Betriebes:** Die Target AG muss den übertragenen Betrieb weiterführen.
4. **Weiterführung des zurückbleibenden Betriebes:** Auch die MedTec AG muss weiterhin als operatives Unternehmen tätig bleiben.
Für die Spaltung sind somit mindestens zwei Betriebe erforderlich, einer, der übertragen wird, und einer, der zurückbleibt.

Es ist nicht erforderlich, dass die Spaltung zivilrechtlich nach Art. 29 ff. FusG durchgeführt wird. Ferner ist keine Veräusserungssperrfrist einzuhalten.

b) *Steuerfolgen der Spaltung*

Für die MedTec AG ist die Spaltung steuerneutral. Es fallen keine Verrechnungssteuern an, und die Kapitaleinlagereserven (KER) werden lediglich im Umfang des neu geschaffenen Aktienkapitals der Target AG reduziert. Abgesehen davon bleiben die KER bei der MedTec AG unangetastet, und es entstehen keine weiteren Steuerfolgen.

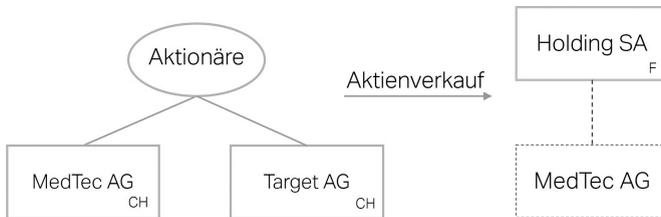
Für die Aktionäre der MedTec AG ist die Spaltung ebenfalls steuerneutral.

² Vgl. Kreisschreiben Nr. 5a der ESTV zu Umstrukturierungen vom 1. Februar 2022, Kap. 4.3.2.1.

Auf Seiten der Target AG entstehen ebenfalls keine Steuerfolgen. Die übertragenen Aktiva werden nicht auf den Verkehrswert aufgewertet. Sollte in der Zukunft ein Transfer von Aktiva ins Ausland durchgeführt werden, muss die Target AG den Verkehrswert als Gegenleistung vergütet erhalten.

3. Share Deal

Nach der Spaltung verkaufen die Aktionäre die Aktien der Target AG an die Akquisitionsholdinggesellschaft des Private Equity Funds.



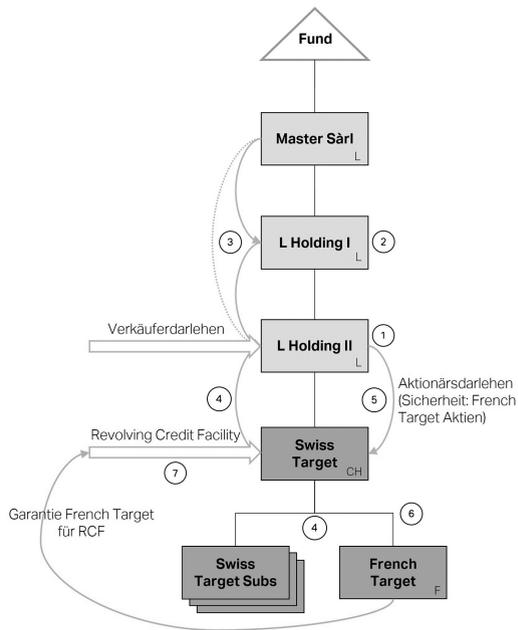
Die Aktionäre erzielen einen steuerfreien Kapitalgewinn. Das Risiko einer indirekten Teilliquidation ist gering, da die Target AG ausschliesslich mit betriebsnotwendigem Vermögen ausgestattet wird.

Die Käuferin kann die Aktiven des erworbenen Betriebes nicht zum Verkehrswert aktivieren und steuerwirksam abschreiben. Ferner übernimmt sie die latenten Steuern auf den stillen Reserven der MedTec AG.

IV. Akquisitionsstrukturen

1. Schritte 1–7: Akquisitionsstruktur

Im Rahmen einer Akquisition plant die von einem Private Equity Fonds gehaltene Master Sàrl die Übernahme einer schweizerischen Zielgesellschaft. Sie verwendet dafür mehrere Tochtergesellschaften und Finanzierungsebenen. Dieser Prozess erfolgt in sieben aufeinanderfolgenden Schritten, die sowohl die Gründung von Holdinggesellschaften als auch die Finanzierung und den Erwerb von Zielgesellschaften umfassen.



a) Schritt 1: Gründung der L Holding II

Master Sàrl gründet zunächst L Holding II in Luxemburg, eine Tochtergesellschaft mit dem erforderlichen Mindeststammkapital. Diese Gesellschaft dient als Basis für die weiteren Akquisitionsschritte.

b) Schritt 2: Gründung der L Holding I und Einbringung von L Holding II

Im zweiten Schritt gründet Master Sàrl eine weitere Tochtergesellschaft, L Holding I, ebenfalls in Luxemburg, und stattet diese mit dem Mindeststammkapital aus. Anschliessend wird L Holding II in L Holding I eingebracht.

c) Schritt 3: Kapitalzuführung in L Holding II

Im dritten Schritt bringt Master Sàrl CHF 150 Mio. in die L Holding II ein und erhält dafür Stammaktien der Gesellschaft. Dieses Kapital wird genutzt, um die kommenden Akquisitionsschritte zu finanzieren und die Beteiligungen an den Zielgesellschaften zu erwerben.

d) *Schritt 4: Erwerb Swiss Target*

Mit den bereitgestellten Mitteln erwirbt L Holding II die Schweizer Zielgesellschaft (**Swiss Target**) für einen Kaufpreis von CHF 110 Mio. Ein Teil des Kaufpreises in Höhe von CHF 10 Mio. lassen die Verkäufer als Darlehen stehen. Somit muss nicht der volle Kaufpreis sofort in bar bezahlt werden.

e) *Schritt 5: Gewährung eines Downstream-Darlehens*

Im fünften Schritt gewährt L Holding II der neu erworbenen Swiss Target ein nachrangiges Downstream-Darlehen. Die genaue Höhe des Darlehens (in der Chart mit CHF [X] bezeichnet) sowie der Zinssatz (zwischen 2 und 3%) sind noch vertraglich festzulegen.

f) *Schritt 6: Erwerb der French Target*

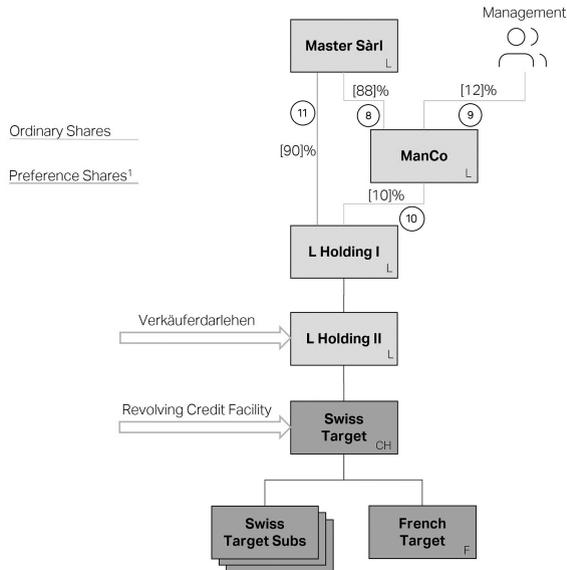
Mit dem Downstream-Darlehen ausgerüstet, erwirbt Swiss Target im sechsten Schritt die französische Zielgesellschaft (**French Target**) für einen Kaufpreis von CHF [X].

g) *Schritt 7: Revolving Credit Facility*

Im letzten Schritt bezieht Swiss Target eine Revolving Credit Facility in Höhe von CHF [Z] Millionen. Diese Kreditfazilität dient als flexible Finanzierungslinie, die dem Unternehmen ermöglicht, kurzfristige Finanzierungsbedarfe zu decken und operative Liquidität sicherzustellen.

2. **Schritte 8–11: Managementbeteiligung (Management Incentive Program – MIP)**

Im Rahmen der Akquisitionsstruktur wird in den Schritten 8–11 ein Management Incentive Program (**MIP**) implementiert, das darauf abzielt, das Management der Swiss Target aktiv am Unternehmenserfolg zu beteiligen. Dieses Programm wird über die Gründung einer speziellen Gesellschaft Managementbeteiligungsgesellschaft (**ManCo**) und die Beteiligung des Managements an den Holdinggesellschaften strukturiert.



a) Schritt 8: Gründung der ManCo

Im achten Schritt gründet Master Sàrl ManCo in Luxemburg. Diese Gesellschaft wird mit einem Grundkapital ausgestattet. Die ManCo wird als Vehikel dienen, durch das das Management der Swiss Target am Unternehmen beteiligt wird.

b) Schritt 9: Erwerb von Stammaktien durch das Management

Im neunten Schritt erwirbt das Management der Swiss Target Stammaktien der ManCo von Master Sàrl. Der Preis für die Aktien wird auf Basis eines Formelwertes berechnet, der sich an bestimmten finanziellen Kennzahlen und Bewertungsparametern orientiert. Durch diesen Aktienerwerb wird das Management direkt an den künftigen Wertsteigerungen des Unternehmens beteiligt.

c) Schritt 10: Beteiligung der ManCo an L Holding I

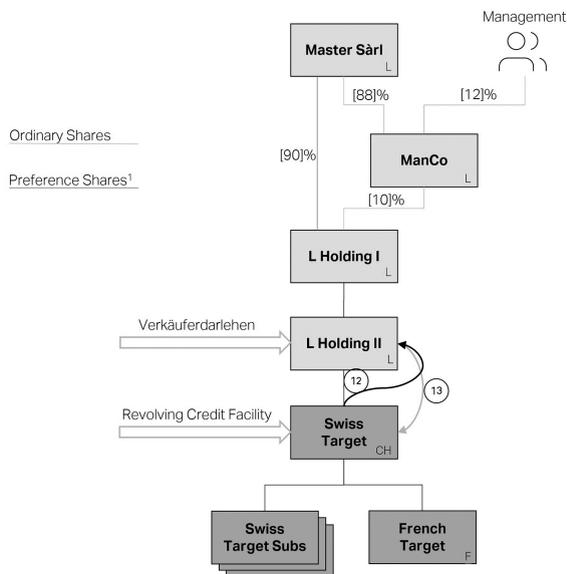
Im zehnten Schritt verkauft Master Sàrl 10% der Stammaktien der L Holding I an die ManCo. Dadurch wird die ManCo zu einem Mitinhaber der L Holding I, die wiederum die Beteiligungen an den operativen Gesellschaften, einschliesslich der Swiss Target, hält.

d) Schritt 11: Umwandlung der verbleibenden Aktien in Vorzugsaktien

Im elften Schritt werden die verbleibenden 90% der Stammaktien von L Holding I in Vorzugsaktien umgewandelt. Diese Umwandlung bietet Master Sàrl vorrangige Rechte auf zukünftige Ausschüttungen und Gewinne, während das Management über die ManCo weiterhin von der Wertsteigerung der Stammaktien profitiert.

3. Schritte 12 und 13: Zusätzlicher Debt Pushdown

Im Rahmen der Akquisitionstruktur wird durch die Schritte 12 und 13 ein zusätzlicher Debt Pushdown realisiert. Dieser Prozess soll es ermöglichen, Schulden in die operative Gesellschaft (Swiss Target) zu verschieben, um dadurch steuerliche Vorteile zu erzielen und die finanzielle Struktur zu optimieren.³



a) Schritt 12: Dividendenausschüttung durch Swiss Target

Im zwölften Schritt beschliesst die Swiss Target, eine Dividendenausschüttung an ihre Muttergesellschaft, die L Holding II.

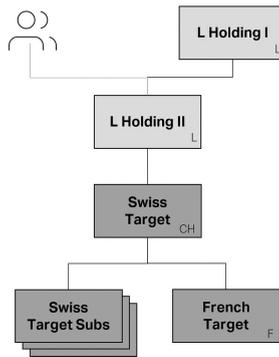
³ Vgl. Oesterhelt/Schreiber, Kap. 2.1, 134; siehe unten, [V.2](#).

b) *Schritt 13: Dividende als nachgelagertes Darlehen*

Statt die ausgeschüttete Dividende sofort an die Muttergesellschaft abzuführen, bleibt der Betrag in der Swiss Target als nachrangiges Darlehen bestehen. Dieses Darlehen wird von L Holding II zu einem drittvergleichskonformen Zinssatz verzinst.

c) *Schritt 14: Reinvestition durch Verkäufer*

Im letzten Schritt der Akquisitionsstruktur erfolgt eine Reinvestition durch die Verkäufer, die einen Teil ihres Verkaufserlöses nutzen, um sich weiterhin an der Unternehmensgruppe zu beteiligen.



d) *Zusammenfassung*

Nach dem Verkauf der Aktien der Swiss Target an L Holding II nutzen die Verkäufer 20% ihres Erlöses, um sich erneut an der Unternehmensstruktur zu beteiligen. Konkret investieren sie diesen Anteil in den Erwerb von Aktien der L Holding II, die sie von L Holding I erwerben. Diese Reinvestition ermöglicht den Verkäufern, weiterhin am zukünftigen Erfolg und Wachstum der Unternehmensgruppe teilzuhaben, obwohl sie ihre ursprüngliche Beteiligung an der Swiss Target veräussert haben.

4. Schweizerische Steuerfolgen der Akquisitionstransaktion

Die Akquisitionstransaktion der Swiss Target durch L Holding II und die damit verbundenen Finanzierungsstrukturen haben verschiedene steuerliche Auswirkungen in der Schweiz.

a) *Schritt 4: Erwerb Swiss Target und Käuferdarlehen*

Der Erwerb der Swiss Target durch L Holding II unterliegt der **Umsatzabgabe**, falls ein Effekthändler als Käufer oder Vermittler an der Transaktion beteiligt ist. Die Umsatzabgabe ist auf den Kauf von Aktien geschuldet, nicht jedoch auf den Verkauf des Verkäuferdarlehens, das ebenfalls Teil der Transaktion ist. Die Umsatzabgabe auf den Aktienkauf beträgt in der Regel 0.15% für inländische und 0.3% für ausländische Aktien.

b) *Schritt 5: Downstream-Darlehen von L Holding II an Swiss Target*

Das Downstream-Darlehen von L Holding II an die Swiss Target unterliegt speziellen steuerlichen Regelungen, die im Zusammenhang mit dem **gestaffelten Erwerb** stehen. Das Darlehen unterliegt nicht der Emissionsabgabe, auch wenn es für Kapitalsteuerzwecke als verdecktes Eigenkapital qualifiziert wird.

c) *Schritt 6: Erwerb der French Target durch Swiss Target*

Der Erwerb der Beteiligung der French Target durch die Swiss Target unterliegt der **Umsatzabgabe**, wenn die Swiss Target Beteiligungen mit einem Buchwert von mehr als CHF 10 Mio. in ihrer letzten Bilanz hält. In einem solchen Fall qualifiziert sich die Swiss Target als Effekthändler. Wenn sie erst mit dem Erwerb der Beteiligung an der French Target diese Beteiligungsschwelle übersteigt (und ansonsten kein Effekthändler in die Transaktion involviert ist), unterliegt der Erwerb nicht der Umsatzabgabe.

d) *Schritt 7: Revolving Credit Facility*

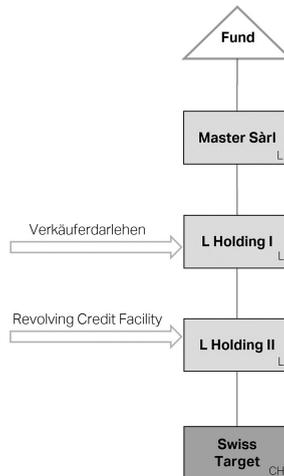
Die Gewährung der **Revolving Credit Facility** hat keine Steuerfolgen. Die Swiss Target kann den Zinsaufwand auf diesem Drittdarlehen grundsätzlich steuereffizient nutzen.

5. Akquisitionsvehikel

a) *Luxemburg Akquisitionsvehikel*

Im Rahmen der Akquisition der Swiss Target durch L Holding II stellt sich insbesondere die Frage, ob die Swiss Target Dividenden in Anwendung des Doppelbesteuerungsabkommens zwischen der Schweiz und Luxemburg (**DBA-L-**

CH) im Ergebnis verrechnungssteuerfrei ausschütten kann, ob also die L Holding AG zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer (**VST**) auf Dividendenzahlungen der Swiss Target berechtigt ist.⁴



aa) DBA-Berechtigung der L Holding II

L Holding II ist auf die Dividendenzahlungen der Swiss Target angewiesen, um ihren Schuldendienst für das im Rahmen der Akquisition aufgenommene Fremdkapital zu leisten. Damit sie die Rückerstattung der Verrechnungssteuer gemäss dem DBA-L-CH beanspruchen kann, müssen bestimmte Anforderungen an die bilanzielle und funktionelle Substanz erfüllt sein.

bb) Bilanzielle und Personelle Substanz

Die bilanzielle Substanz besteht aus dem **Eigenkapital-Finanzierungsgrad** von mehr als 30%. Diese muss immer erfüllt sein. Sie reicht allein nicht aus, um die Abkommensberechtigung der L Holding II durch die Eidgenössische Steuerverwaltung (**ESTV**) zu gewährleisten. In Fällen, in denen die Investoren hinter L Holding II nahezu ausschliesslich selbst zur vollen Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt wären, etwa in Situationen, in denen es sich um Pensionskassen aus Staaten mit einem Nullsteuersatz handelt, könnte die bilanzielle Substanz allein ausreichen.⁵ Jedoch ist dies eher die Ausnahme und erfordert entsprechenden Nachweis.

⁴ Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 1 N 5 ff.

⁵ Oesterhelt/Oppliger, § 6 N 153 ff.

Zusätzlich zur bilanziellen Substanz muss deshalb in den meisten Fällen auch eine **funktionelle oder personelle Substanz** nachgewiesen werden.⁶ Die funktionelle Substanz bedeutet, dass die Gesellschaft über mehrere Beteiligungen ausserhalb der Schweiz verfügt und die Beteiligung an der schweizerischen Gesellschaft wertmässig nicht überwiegt. Dies ist vorliegend nicht erfüllt. Somit ist noch die personelle Substanz zu prüfen.

cc) *Personelle Substanz*

Besondere Herausforderungen stellen sich bei der Erfüllung der **personellen Substanz**, insbesondere wenn es sich bei L Holding II um ein Akquisitionsvehikel eines Private-Equity-Hauses handelt. Hier genügt es nicht, wenn L Holding II lediglich über ein **Investment Committee** verfügt, das seine Entscheidungen in Luxemburg trifft, oder über Funktionen wie **Accounting, lokale Direktoren** und **Regulatory Compliance**. Diese operativen Funktionen allein reichen nicht aus, um eine echte wirtschaftliche Substanz nachzuweisen.⁷

Vielmehr ist es nach der Praxis der ESTV erforderlich, dass **Investmentmanagementfunktionen mit Entscheidungsbefugnissen** in Bezug auf das jeweilige Investment, also die Swiss Target, in Luxemburg ausgeübt werden. Diese Entscheidungsträger müssen allerdings nicht unbedingt bei L Holding II selbst angestellt sein. Es ist möglich, dass die Substanz einer Management-Gesellschaft des Private-Equity-Hauses in Luxemburg „hinzugerechnet“ wird, sofern diese über die notwendige Entscheidungsbefugnis für das betreffende Investment verfügt. Auf diese Weise kann L Holding II die notwendige personelle Substanz nachweisen, um die DBA-Berechtigung sicherzustellen.⁸

dd) *Alternativen zu Luxemburg als Akquisitionsvehikel*

Sollte es nicht möglich sein, die erforderliche personelle oder funktionelle Substanz in Luxemburg nachzuweisen, sind Alternativen zu prüfen. Abhängig vom Standort des Investmentmanagements könnte in Erwägung gezogen werden, ein **Akquisitionsvehikel** in Deutschland oder Grossbritannien zu etablieren. Diese Länder bieten jeweils unterschiedliche steuerliche Rahmenbedingungen, die für bestimmte Private-Equity-Strukturen vorteilhaft sein können, insbesondere in Bezug auf die Verrechnungssteuer und die Substanzanforderungen.

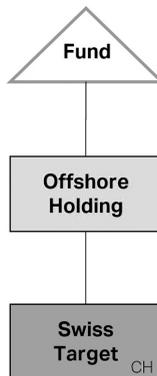
⁶ Oesterhelt/Oppliger, § 6 N 25 ff., 171 ff.

⁷ Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 6 N 201.

⁸ Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 6 N 163 f.

b) *Alternative: Offshore Akquisitionsvehikel*

Bei der Strukturierung internationaler Akquisitionen stellt ein Offshore Akquisitionsvehikel eine mögliche, häufig aber steuerlich weniger vorteilhafte Alternative dar. Offshore Holdings bieten zwar potenzielle Vorteile hinsichtlich Flexibilität und Steuerminimierung in bestimmten Gerichtsbarkeiten, doch im Kontext der Schweiz ergeben sich erhebliche steuerliche Nachteile, insbesondere im Hinblick auf die Rückerstattung der Verrechnungssteuer.



aa) *Offshore Holding: Keine DBA-Berechtigung*

Eine Offshore Holding, die keine DBA-Berechtigung zwischen ihrem Ansässigkeitsstaat und der Schweiz besitzt, unterliegt erheblichen steuerlichen Belastungen. Auf Dividendenausschüttungen der Swiss Target an die Offshore Holding wird die volle Schweizer Verrechnungssteuer in Höhe von **35%** erhoben. Da die Offshore Holding keine Möglichkeit hat, die Verrechnungssteuer aufgrund des fehlenden DBA zurückzufordern, verbleibt diese Steuerbelastung vollständig bei ihr.

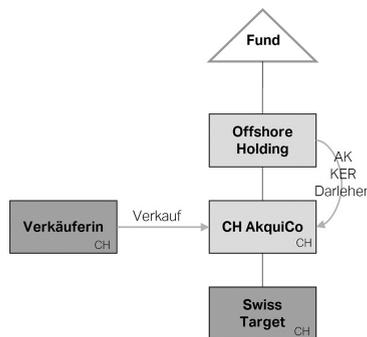
bb) *Altreservenpraxis bei Exit*

Wenn nie geplant ist, eine Dividende auszuschütten, sondern das Ziel aus einem Kapitalgewinn beim Exit besteht, ist die Offshore Holding eine naheliegende Lösung. Zu bedenken ist jedoch die Anwendung der **Altreservenpraxis** beim späteren Exit, also dem Verkauf der Swiss Target durch die Offshore Holding. Bei einem solchen Verkauf an einen Käufer, der eine vollständige oder teilweise Rückerstattungs berechtigung für die Verrechnungssteuer besitzt, kommt es zu einer **Satzverbesserung** aus Sicht der Rückerstattung der Verrechnungssteuer. Deshalb hat die ESTV die sog. **Altreservenpraxis** entwi-

ckelt. Altreserven bezeichnen die nicht betriebsnotwendigen Mittel der Swiss Target, die handelsrechtlich ausschüttungsfähig sind, bevor diese den Eigentümer wechselt. Diese Mittel können durch den Käufer nach dem Handwechsel ausgeschüttet werden, unterliegen jedoch weiterhin der Verrechnungssteuer von **35%**, solange sie den festgelegten Betrag der Altreserven nicht überschreiten. Erst nach vollständiger Ausschüttung dieser Altreserven können zukünftige Dividenden von der Verrechnungssteuer befreit oder zu einem günstigeren Satz besteuert werden, falls der neue Eigentümer eine DBA-Berechtigung besitzt.⁹

c) *Alternative: Offshore Fund mit Schweizer Akquisitionsvehikel*

Die Strukturierung einer Akquisition durch einen Offshore Fund unter Einbeziehung eines Schweizer Akquisitionsvehikels (**CH AkquiCo**) kann als Alternative geprüft werden. Sie erfordert eine Analyse aus Sicht der Verrechnungssteuer insbesondere wegen der Praxis der internationalen Transponierung.



CH AkquiCo				Swiss Target			
Beteiligung	30	15	Darlehen	Aktiven	10	5	FK
Swiss Target		1	AK			1	AK
		14	KER			0	KER
						4	Gewinnvortrag
	30	30			10	10	

⁹ Vgl. zum Ganzen Oesterhelt/Oppliger, § 7 N 1 ff.

aa) *CH AkquiCo: Struktur und Beteiligung*

In dieser Alternative wird eine CH AkquiCo gegründet, die sich an der Swiss Target beteiligt. Die Bilanz der CH AkquiCo weist auf der Aktivseite eine Beteiligung von CHF 30 Mio. und ein Darlehen von CHF 15 Mio. auf. Auf der Passivseite stehen das Aktienkapital (AK) der Swiss Target in Höhe von CHF 1 Mio. und Reserven aus Kapitaleinlagen (KER) von CHF 14 Mio.

bb) *Dividenden von Swiss Target an CH AkquiCo*

Grundsätzlich können Dividenden, die von der Swiss Target an die CH AkquiCo ausgeschüttet werden, im Rahmen des Konzerns im **Meldeverfahren** ohne Verrechnungssteuer belastet werden. Allerdings wendet die ESTV die Praxis der erweiterten internationalen Transponierung an.

cc) *Erweiterte internationale Transponierung*

Die erweiterte internationale Transponierung greift, wenn die Summe des **Aktienkapitals (AK)**, der **Kapitalertragsreserve (KER)** und der **Aktionärsdarlehen** der CH AkquiCo die Summe von AK und KER der Swiss Target übersteigt. In einem solchen Fall betrachtet die ESTV diese Differenz als eine **Transponierung von Verrechnungssteuersubstrat in den steuerfreien Raum**. Das bedeutet, dass die Rückerstattung der Verrechnungssteuer auf Dividenden von der Swiss Target an die CH AkquiCo auf den ersten Ausschüttungen bis zu diesem Differenzbetrag verweigert wird.¹⁰

dd) *Keine erweiterte internationale Transponierung bei externer Finanzierung*

Eine Ausnahme von der erweiterten internationalen Transponierung besteht, wenn die Akquisition der Swiss Target grösstenteils durch externe Finanzierung, etwa durch Bankkredite, erfolgt. Sollte die **Bankenfinanzierung mehr als 50% des Kaufpreises der Swiss Target** decken, wird die erweiterte internationale Transponierung nicht angewendet, und die Dividenden können weiterhin im Rahmen des Meldeverfahrens steuerfrei an die CH AkquiCo ausgeschüttet werden.

Falls die Bankenfinanzierung **weniger als 50%** des Kaufpreises beträgt, erfolgt eine **Einzelfallprüfung** durch die ESTV. Besonders relevant wird diese Prüfung, wenn entweder die Verkäufer oder das Management an der Transaktion

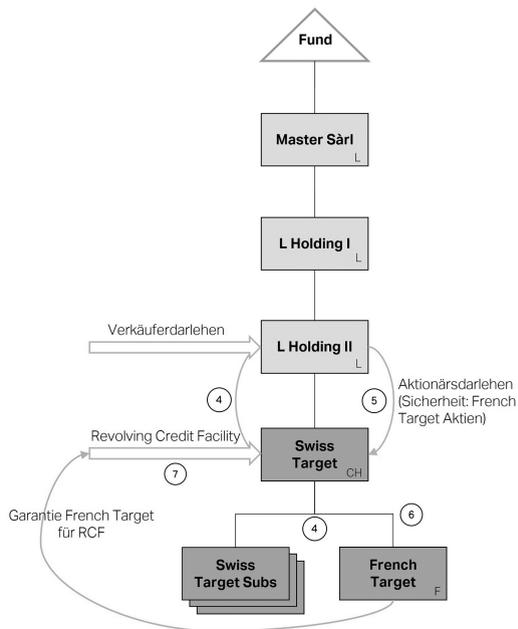
¹⁰ Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 10 N 21 f.

beteiligt sind. In solchen Fällen wird genau geprüft, ob eine Umgehung der Verrechnungssteuer vorliegt und ob die steuerfreien Dividenden ausgeschüttet werden dürfen.¹¹

V. Funding und Debt Pushdown

1. Funding

Um die Liquidität zu sichern und die zukünftigen Investitionen der Swiss Target zu finanzieren, stehen mehrere Finanzierungsquellen zur Verfügung, darunter Aktionärsdarlehen, Eigenkapitalerhöhungen und eine Revolving Credit Facility.



a) Aktionärsdarlehen

Eine Finanzierungsquelle für die Swiss Target sind **Aktionärsdarlehen**, die von der Muttergesellschaft oder verbundenen Unternehmen bereitgestellt werden. Der **Zinsaufwand** auf solche Darlehen ist auf Stufe der Swiss Target steuerlich abzugsfähig, solange bestimmte Bedingungen erfüllt sind:

¹¹ Vgl. zum Ganzen Oesterhelt/Oppliger, § 10 N 33 ff.

- **Keine Umqualifikation in verdecktes Eigenkapital:** Das Darlehen muss als echtes Fremdkapital gelten und darf nicht als Eigenkapital umqualifiziert werden. Im Umfang des verdeckten Eigenkapitals ist der Zinsaufwand steuerlich nicht abzugsfähig.
- **Fremdvergleichsprinzip:** Der Zinssatz muss dem Drittvergleich standhalten, was bedeutet, dass die Konditionen des Darlehens marktüblich sein müssen. Der Zinssatz sollte also vergleichbar mit dem sein, was unabhängige Dritte unter ähnlichen Umständen verlangen würden.

b) *Kapitalisierung mit Eigenkapital*

Die Kapitalisierung der Swiss Target mit Eigenkapital, sei es durch die Erhöhung des **Aktienkapitals mit Agio** oder durch einen Zuschuss (Kapitalerhöhung ohne Ausgabe neuer Aktien) unterliegt der **Emissionsabgabe von 1%**, soweit die Freigrenze von CHF 1 Mio. überschritten ist. Eine Ausnahme von dieser Regel besteht bei einem **Grossmutterzuschuss**, also einem Zuschuss, der nicht direkt von der Muttergesellschaft, sondern von einer Grossmuttergesellschaft (ein Unternehmen, das die Muttergesellschaft kontrolliert) gewährt wird. In solchen Fällen fällt keine Emissionsabgabe an.

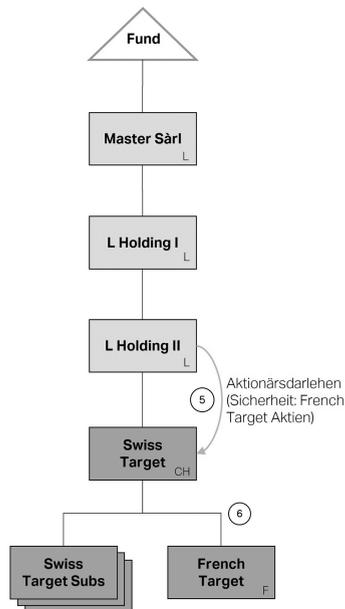
c) *Revolving Credit Facility*

Eine **Revolving Credit Facility** ist eine weitere Finanzierungsquelle für die Swiss Target, die es dem Unternehmen ermöglicht, bei Bedarf kurzfristige Kredite aufzunehmen und zu tilgen. Der **Zinsaufwand** für diese Kreditfazilität ist in der Regel steuerlich abzugsfähig. Zu beachten ist die Verrechnungssteuer auf Zinsen. Die **10-/20-Nonbank-Regel** besagt, dass keine Verrechnungssteuer auf die Zinsen erhoben wird, wenn entweder nicht mehr als 10 Nichtbank-Gläubiger beteiligt sind oder wenn das Kreditvolumen von Nichtbanken 20% des Gesamtdarlehensvolumens nicht übersteigt.

2. Debt Pushdown

a) *Gestaffelter Erwerb*

Im Rahmen der Akquisitionsstruktur wird ein **gestaffelter Erwerb** (oder „Kaskadenerwerb“) durchgeführt, bei dem die Swiss Target zunächst über ein Downstream-Darlehen finanziert wird und diese dann die French Target erwirbt. Diese Vorgehensweise ermöglicht es, die Schulden in die operative Ebene zu verlagern, so dass der Zinsaufwand für diese Kaufpreisfinanzierung auf Stufe der Swiss Target anfällt.



aa) Schritte 5 und 6: Downstream-Darlehen und Erwerb der French Target

Zunächst gewährt L Holding II der Swiss Target ein nachrangiges **Downstream-Darlehen**. Dieses Darlehen stellt die Finanzierung für den nächsten Akquisitionsschritt sicher. Im Anschluss daran erwirbt die Swiss Target die French Target (Schritt 6).

bb) Steuerliche Implikationen des gestaffelten Erwerbs

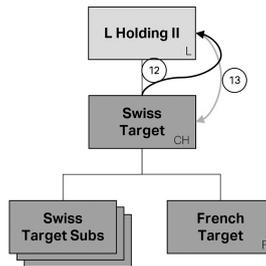
Der gestaffelte Erwerb, bei dem die Swiss Target durch ein Aktionärsdarlehen den Kauf einer Tochtergesellschaft (French Target) finanziert, hat den Vorteil, dass der **Zinsaufwand** auf Stufe der Swiss Target grundsätzlich steuerlich abzugsfähig ist. Dies bedeutet, dass die Swiss Target den Schuldendienst für das Darlehen aus ihrem operativen Geschäft bestreiten kann, wobei die Zinskosten die Steuerlast des Unternehmens mindern.¹² Allerdings prüfen **gewisse Kantone** die steuerliche Anerkennung solcher Aktionärsdarlehen besonders streng unter dem Aspekt einer **Steuerumgehung**. Dies ist insbesondere der Fall, wenn der Verdacht besteht, dass das Darlehen primär zur Steueroptimierung eingesetzt wird, ohne dass eine echte wirtschaftliche Notwendigkeit da-

¹² Vgl. Oesterhelt/Schreiber, Kap. 4.1, 144 mit dem Hinweis, dass bei Zinszahlungen an nahe-stehende Personen die Regeln zum verdeckten Eigenkapital und zur Angemessenheit der Höhe des Zinses zu beachten sind.

für besteht. In solchen Fällen kann die steuerliche Anerkennung der Zinsen infrage gestellt werden.¹³ Deshalb muss vorgängig ein **Steuerruling** eingeholt werden.

b) *Equity to Debt Swap*

Im Rahmen der Akquisitionsstruktur wird ein **Equity to Debt Swap** durchgeführt, der es ermöglicht, Schulden in die operative Gesellschaft zu verschieben und den Zinsaufwand steuerlich abzugsfähig zu machen. Diese Methode, die über eine Dividendenausschüttung realisiert wird, hat sich in der Praxis als beliebter Mechanismus für einen zusätzlichen **Debt Pushdown** etabliert. Allerdings gibt es in der Schweiz in den letzten Jahren unterschiedliche kantonale Ansätze zur steuerlichen Behandlung solcher Strukturen.¹⁴



Im zwölften Schritt beschliesst die Swiss Target eine Dividendenausschüttung. Diese Ausschüttung fließt jedoch nicht an die Aktionärin, sondern wird als nachgelagertes **Darlehen der Muttergesellschaft** an die Swiss Target umgewandelt, mit einem drittvergleichskonformen Zinssatz (Schritt 13). Dies führt dazu, dass der bisher als Eigenkapital klassifizierte Betrag nun als Fremdkapital besteht und somit Zinszahlungen von der Swiss Target an die L Holding II geleistet werden. Die Zinsen auf diesem Darlehen, sind zwar grundsätzlich steuerlich abzugsfähig, aber auch hier hat sich in vielen Schweizer Kantonen eine restriktive Praxis entwickelt.

In praktisch allen Kantonen ausser Zug wird der **Schuldzinsenabzug** verweigert, wenn es zu einer Fusion zwischen der Akquisitionsgesellschaft (L Holding II) und der Zielgesellschaft (Swiss Target) kommt. Dies bedeutet, dass der Zinsaufwand aus dem Darlehen nicht von den steuerpflichtigen Gewinnen der Swiss Target abgezogen werden kann, was den erwarteten steuerlichen Vorteil erheblich reduziert.¹⁵

¹³ Vgl. Oesterhelt/Schreiber, Kap. 4.3, 146 f.

¹⁴ Für eine Übersicht der kantonalen Ansätze siehe Oesterhelt/Schreiber, Kap. 4.9, 157 ff.

¹⁵ Vgl. zum Ganzen Oesterhelt/Schreiber, Kap. 3.2, 139 f.

Problematischer ist die **neuere Praxis in mehr als der Hälfte der Kantone**, bei der der Zinsaufwand auf Stufe der Swiss Target auch dann verweigert wird, wenn ein Debt Pushdown über eine Dividendenausschüttung (wie in diesem Fall) durchgeführt wird. In diesen Kantonen wird der Zinsabzug häufig für einen Zeitraum von **fünf Jahren oder länger** nicht gewährt, oder es erfolgt zumindest eine Einzelfallprüfung unter dem Aspekt der **Steuerungsehung**. Diese strengere Vorgehensweise basiert auf der Annahme, dass der Debt Pushdown in einigen Fällen primär zur Steuervermeidung eingesetzt wird, ohne dass eine wirtschaftliche Notwendigkeit für die Umstrukturierung besteht.¹⁶

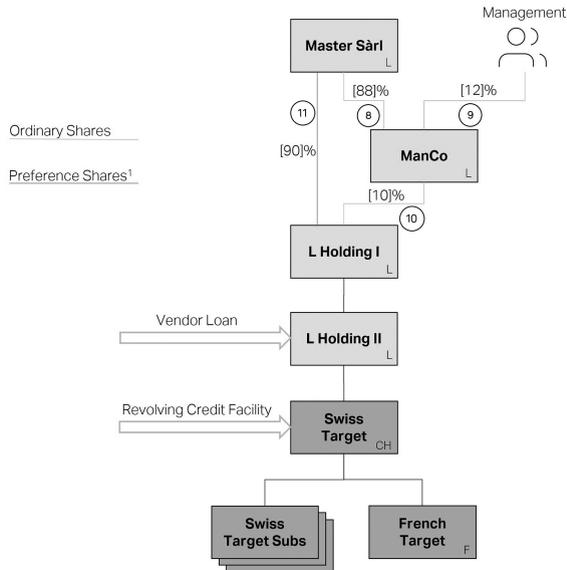
Die restriktive Haltung vieler Kantone erhöht das Risiko, dass der Zinsabzug auf das nachgelagerte Darlehen verweigert wird, insbesondere wenn keine klaren wirtschaftlichen Gründe für den Debt Pushdown vorliegen. Daher ist ein **Steuerruling** einzuholen, um im Vorfeld Rechtssicherheit über die steuerliche Behandlung des Debt Pushdowns zu erhalten.

VI. Managementbeteiligung (MIP)

1. Managementbeteiligungsgesellschaft

Im Rahmen der Akquisitionsstruktur wird ein **Management Incentive Program (MIP)** implementiert, das es dem Management der Zielgesellschaft (Swiss Target) ermöglicht, an der zukünftigen Wertentwicklung des Unternehmens teilzuhaben. Dieses wird mit der Gründung einer **Managementbeteiligungsgesellschaft** (ManCo) in Luxemburg und der Ausgabe von Stamm- und Vorzugsaktien strukturiert. Der Prozess der Managementbeteiligung umfasst mehrere Schritte, die zu einer Aufteilung der Rechte zwischen dem Management und dem Mehrheitseigentümer, Master Sàrl, führen.

¹⁶ Für eine Übersicht der kantonalen Ansätze siehe Oesterhelt/Schreiber, Kap. 4.9, 157 ff.



a) Schritte 8 bis 11: Gründung der ManCo und Umwandlung der Aktienstruktur

Im achten Schritt gründet Master Sàrl die **ManCo** in Luxemburg mit einem Grundkapital, das vollständig aus **Stammaktien** (Ordinary Shares) besteht. Diese Gesellschaft wird dazu dienen, die Beteiligungen des Managements der Swiss Target zu bündeln und zu verwalten.

Im neunten Schritt erwirbt das **Zielmanagement** Stammaktien der ManCo, die von Master Sàrl zu einem Preis verkauft werden, der auf einem festgelegten Formelwert basiert.

Im zehnten Schritt verkauft Master Sàrl **10% der Stammaktien** von L Holding I an die ManCo, wodurch das Management indirekt an der L Holding I beteiligt wird.

Im elften Schritt werden die verbleibenden **90% der Stammaktien** der L Holding I, die sich weiterhin im Besitz von Master Sàrl befinden, in **Vorzugsaktien (Preference Shares)** umgewandelt. Diese Vorzugsaktien sichern Master Sàrl bestimmte Vorzugsrechte (insbesondere eine Rendite von einem gewissen Prozentsatz pro Jahr), während die Stammaktien, die von der ManCo gehalten werden, von der Wertsteigerung des Unternehmens profitieren können.

b) Resultierende Eigenkapitalstruktur der L Holding I

Nach der Umsetzung des Management Incentive Programs (MIP) und der Umstrukturierung der Beteiligungen halten die ManCo und Master Sàrl unterschiedliche Aktienklassen an der L Holding I:

- **Preference Shares:** Diese Vorzugsaktien, die zu 90% von Master Sàrl gehalten werden, berechtigen zu einer **Vorzugsdividende** in Höhe eines gewissen Prozentsatzes des Eigenkapitals pro Jahr. Diese Dividenden werden auf den Nennwert, das Agio, die Reserven und aufgelaufene Vorzugsdividenden berechnet. Die Inhaber der Vorzugsaktien haben typischerweise **kein zusätzliches Dividendenrecht**, so dass sie nur die festgelegte Vorzugsdividende erhalten, aber nicht an den verbleibenden Gewinnen des Unternehmens beteiligt sind.
- **Ordinary Shares:** Die von der ManCo gehaltenen Stammaktien (Ordinary Shares) gewähren dem Management und dem Fonds im entsprechenden Verhältnis das Recht auf eine **ordentliche Gewinnbeteiligung**. Diese tritt erst ein, nachdem die Vorzugsdividenden an die Inhaber der Preference Shares vollständig ausgezahlt wurden. Sobald dies erfolgt ist, kann das Management am verbleibenden Gewinn des Unternehmens teilhaben und somit von zukünftigen Wertsteigerungen profitieren.

2. MIP – Schweizerische Steuerfolgen

Die steuerliche Behandlung des Management Incentive Program (MIP) in der Schweiz unterliegt spezifischen Regeln, die den Erwerb und das Halten der Beteiligungen des Managements an der ManCo sowie den Exit betreffen.

a) Erwerb und Halten der Stammaktien von ManCo

Erwerb:

Beim Erwerb der Stammaktien von der ManCo durch das Management wird grundsätzlich **kein steuerbares Erwerbseinkommen** ausgelöst, sofern der Erwerb zum **Formelwert** erfolgt¹⁷, der zuvor im Rahmen eines **Steuerrulings** mit der kantonalen Steuerverwaltung des Sitzkantons der Swiss Target oder des Wohnsitzkantons des betreffenden Managementmitglieds vereinbart wurde. Dieses Steuerruling stellt sicher, dass der Kaufpreis der Aktien auf Basis eines klar definierten, fairen Wertes erfolgt und somit nicht als verstecktes Entgelt für die erbrachte Arbeitsleistung des Managements gewertet wird.

¹⁷ Vgl. Kreisschreiben Nr. 37 der ESTV zu Mitarbeiterbeteiligungen vom 30. Oktober 2020, Kap. 3.1., 3.2.2.

Halten:

Während das Management die Stammaktien hält, unterliegen diese der **Vermögenssteuer**. Der Steuerwert der Beteiligungen basiert dabei auf dem Formelwert, der beim Erwerb festgelegt wurde. Dies bedeutet, dass das Management auf den aktuellen Formelwert der Aktien jährlich Vermögenssteuern zahlen muss, auch wenn noch kein Verkauf stattgefunden hat.¹⁸

b) Exit: Steuerliche Behandlung beim Verkauf

Die steuerlichen Folgen beim **Exit** (Verkauf der Beteiligungen) hängen davon ab, ob der Verkauf **innerhalb oder nach Ablauf von fünf Jahren** nach der Investition erfolgt.

– Innerhalb von fünf Jahren nach der Investition:

Wenn das Management die Stammaktien innerhalb von fünf Jahren nach der Investition verkauft, wird der Gewinn aus dem Verkauf unterschiedlich besteuert:

- Der **Kapitalgewinn**, der sich als Differenz zwischen dem **Formelwert zum Zeitpunkt des Exits** und dem **Formelwert zum Zeitpunkt der Investition** berechnet, ist grundsätzlich **steuerfrei**. Ebenso wäre ein eventueller Kapitalverlust nicht steuerlich abzugsfähig.
- Ein **Übergewinn**, der sich als Differenz zwischen dem **tatsächlichen Verkaufserlös** und dem **Formelwert zum Zeitpunkt des Exits** ergibt, wird jedoch als **steuerbares und sozialversicherungspflichtiges Erwerbseinkommen** betrachtet. Dies bedeutet, dass dieser Teil des Gewinns sowohl der Einkommenssteuer als auch den Sozialversicherungsabgaben unterliegt.

– Nach Ablauf von fünf Jahren:

Erfolgt der Verkauf der Beteiligungen **nach Ablauf von fünf Jahren** nach der Investition, ist der **gesamte Kapitalgewinn** in der Regel **steuerfrei** und unterliegt auch nicht der Sozialversicherungspflicht. Dies stellt einen wesentlichen Vorteil für das Management dar, da der gesamte Wertzuwachs nach diesem Zeitraum steuerfrei realisiert werden kann. Eine Ausnahme besteht jedoch, wenn es sich um **Sweet Equity** mit einem zu starken Hebel handelt. In solchen Fällen kann der Gewinn teilweise als steuerpflichtiges Erwerbseinkommen eingestuft werden, insbesondere wenn die Beteiligung übermässig gehebelt war und somit eine wirtschaftlich unübliche Wertsteigerung erzielt wurde.¹⁹

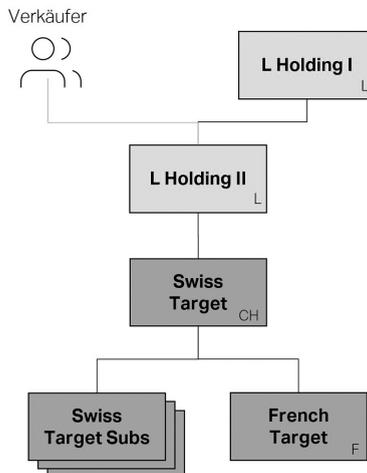
¹⁸ Vgl. ESTV, Kreisschreiben Nr. 37 Mitarbeiterbeteiligungen 2020, Kap. 8.2.

¹⁹ Vgl. zum Ganzen ESTV, KS Nr. 37 Mitarbeiterbeteiligungen 2020, Kap. 3.4.3.



VII. Reinvestition durch Verkäufer

Im Rahmen einer Akquisition können Verkäufer, die ihre Anteile an der Zielgesellschaft veräußern, einen Teil ihres Erlöses in das Unternehmen oder in eine seiner Gesellschaften reinvestieren. Diese **Reinvestition** bietet den Verkäufern die Möglichkeit, weiterhin an der Wertentwicklung des Unternehmens teilzuhaben, selbst nach der Veräußerung ihrer ursprünglichen Beteiligung. Für die Reinvestition stehen unterschiedliche **Strukturierungsvarianten** zur Verfügung, die sowohl steuerliche als auch operative Auswirkungen haben.



1. Strukturierungsvarianten der Reinvestition

Je nach Präferenz der Verkäufer und der Struktur der Akquisition können verschiedene **Stufen** für die Reinvestition gewählt werden. Dies kann auf der Ebene der **Zielgesellschaft selbst**, auf der Ebene der **Akquisitionsgesellschaft** (in diesem Fall L Holding II) oder auf der Ebene der **Muttergesellschaft der Akquisitionsgesellschaft** erfolgen.

In der Regel wird bei einer solchen Reinvestition **kein Sweet Equity** verwendet, da der Fokus auf einer direkten Beteiligung und nicht auf stark gehebeltem Eigenkapital liegt.

2. Mögliche Transaktionsstrukturierungen

Für die Reinvestition stehen verschiedene **Transaktionsstrukturierungen** zur Verfügung:

1. Kaufpreis stehenlassen und Aktienerwerb:

In dieser Struktur wird der Kaufpreis nicht ausgezahlt, sondern als Beteiligung in Form von neuen Aktien der Akquisitionsgesellschaft (z. B. L Holding II) verwendet. Der Verkäufer bleibt also indirekt am Unternehmen beteiligt, indem er einen Teil des Verkaufserlöses reinvestiert und im Gegenzug Anteile an der Akquisitionsgesellschaft erhält.

2. Kaufpreis stehenlassen und Kapitalerhöhung durch Forderungseinlage:

Eine andere Möglichkeit besteht darin, den Kaufpreis ebenfalls nicht auszuführen, sondern als **Forderungseinlage** in eine **Kapitalerhöhung** der Akquisitionsgesellschaft einzubringen. Der Verkäufer erhält dadurch neue Anteile, die durch die Umwandlung seiner Forderung (des Kaufpreises) entstehen.

3. Sacheinlagekapitalerhöhung:

Eine weitere Variante ist die **Sacheinlagekapitalerhöhung**, bei der der Verkäufer Vermögenswerte, wie Aktien oder andere Anteile, in die Akquisitionsgesellschaft oder deren Muttergesellschaft einbringt. Diese Einlage wird als Kapitalerhöhung in der Bilanz der Gesellschaft ausgewiesen, und der Verkäufer erhält neue Aktien oder Anteile im Gegenzug.

3. Steuerliche Auswirkungen

Die Wahl der Reinvestitionsstruktur hat wesentliche **steuerliche Folgen**:

– Emissionsabgabe und Umsatzabgabe:

Die Kapitalerhöhung kann in der Schweiz eine **Emissionsabgabe** von 1%

auslösen. Bei einer Übertragung von Aktien fällt eine **Umsatzabgabe** an, sofern ein Effektenhändler beteiligt ist.

- **Transponierung (Einkommenssteuer, Art. 20a Abs. 1 lit. b DBG):**
Bei bestimmten Umstrukturierungen kann eine einkommenssteuerliche **Transponierung** erfolgen, wenn die Anteile der erworbenen Holdinggesellschaft über mehr anteilmässiges Aktienkapital und KER verfügen als die anteilmässigen Aktienkapital und KER der Swiss Target.
- **Indirekte Teilliquidation (Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG):**
Eine **indirekte Teilliquidation** könnte vorliegen, wenn der Verkäufer Anteile an einer Gesellschaft veräussert und der Käufer innerhalb von fünf Jahren nach dem Erwerb auf die nicht betriebsnotwendigen Mittel der Gesellschaft zugreift und diese ausschüttet. In einem solchen Fall könnten die Veräusserungsgewinne des Verkäufers nachträglich als **steuerbares Einkommen** behandelt werden.
- **Einkommen aus unselbständiger oder selbständiger Erwerbstätigkeit:**
Wenn die Reinvestition im Rahmen eines Arbeitsverhältnisses erfolgt, kann dies als **Einkommen aus unselbständiger Erwerbstätigkeit** gewertet werden, was zu einer Besteuerung als **Mitarbeiteraktien** führt. Dies hat auch Auswirkungen auf die **Sozialversicherungsabgaben**. Wenn die Reinvestition hingegen als Teil einer selbständigen Tätigkeit erfolgt, kann das Einkommen als **selbständige Erwerbstätigkeit** betrachtet werden, was ebenfalls steuerliche und sozialversicherungsrechtliche Konsequenzen hat.

VIII. Zusammenfassung und Ausblick

Die Übernahme der schweizerischen Gesellschaft durch einen **Private Equity Fonds** erfordert eine sorgfältige steuerliche Planung. Der **Debt Pushdown** wird durch Downstream-Darlehen und Dividendenausschüttungen umgesetzt, wobei die steuerliche Anerkennung von Zinsaufwendungen in den Kantonen unterschiedlich gehandhabt wird. Das **Management Incentive Program (MIP)** ermöglicht dem Management eine Beteiligung am Unternehmenserfolg. Verkäufer können einen Teil ihres Erlöses in das Unternehmen reinvestieren, wobei verschiedene Strukturierungsvarianten zur Verfügung stehen. Die steuerlichen Implikationen müssen bei der Wahl der optimalen Transaktionsstruktur berücksichtigt werden, um steuerliche Risiken, insbesondere bei der Verrechnungssteuer und der Einkommenssteuer, zu minimieren.

Literaturverzeichnis

Oesterhelt Stefan/Schreiber Susanne, Debt push down, in: Hongler Peter/Vogelsang Marc (Hrsg.), Panoptikum des Steuerrechts, Festschrift für Madeleine Simonek, 29 ff.

Oesterhelt Stefan/Oppliger Oliver, Rückerstattung der Verrechnungssteuer, Schriftenreihe IFF, Band 124.

Sweet Equity in Private Equity-Transaktionen

Marc Walter / Jonas Bühlmann*

Inhalt

I.	Einleitung	98
II.	Management-Beteiligungen bei Private Equity-Transaktionen	98
1.	Management-Beteiligungen allgemein	98
a)	Principal-Agent Konflikt	98
b)	Auswirkungen von Management-Beteiligungen	99
c)	Formen von Management-Beteiligungen	101
d)	Management-Beteiligungen im Private Equity-Konzept	101
2.	Finanzierungs- und Beteiligungsstrukturen in Private Equity	103
3.	Sweet Equity	104
a)	Strip Investment vs. Sweet Equity	104
b)	Darlehensmodell	105
c)	Vorzugsaktien	105
d)	Praxisbeispiel	106
4.	Exkurs: Das Management einer Zielgesellschaft im Rahmen des Transaktionsprozesses mit Sweet Equity-Beteiligung	107
a)	Interessenskonflikt des Managements	107
b)	Das Management als möglicher Stellvertreter der Akquisitionsgesellschaft	108
III.	Steuerliche Beurteilung	109
1.	Besteuerung von Management-Beteiligungen	109
2.	Steuerliche Grundsätze von Mitarbeiteraktien	109
a)	Hintergrund von Mitarbeiteraktien	109
b)	Besteuerungsgrundsätze von Mitarbeiterbeteiligungen	111
aa)	Echte Mitarbeiterbeteiligungen	111
bb)	Besteuerung im Zeitpunkt des Erwerbes	111
cc)	Besteuerung im Zeitpunkt der Veräußerung	112
dd)	Gründeraktien	112
c)	Unechte Mitarbeiterbeteiligungen	113
3.	Aktienwerb zu Drittkonditionen	113
a)	Massgebliche Handänderung	114
b)	Kapitalerhöhung	115
c)	Zwischenfazit	115

* Die Autoren danken Pepe Hünerwadel und Marc Schumacher für die wertvolle Unterstützung beim Verfassen dieses Beitrags.

4.	Besteuerung von Strip Investments	115
	a) Grundsätzliches	115
	b) Akquisition über eine Akquisitionsgesellschaft	116
5.	Besteuerung von Sweet Equity	116
	a) Grundsätzliches	116
	b) Darlehensmodell	117
	c) Modell mit unterschiedlichen Aktienkategorien	119
	d) Zwischenfazit	119
6.	Eine Management-Beteiligung als Mitarbeiteraktien	120
	a) Grundsätzliches	120
	b) Strukturierungsmöglichkeiten von Mitarbeiteraktien	121
7.	Co-Investments	122
IV.	Fazit	123
V.	Literaturverzeichnis	123

I. Einleitung

Private Equity-Transaktionen zeichnen sich in der Regel durch die Weiterbeschäftigung des bestehenden Managements einer Zielgesellschaft sowie deren (Rück-)Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft aus. Dieser Beitrag zeigt in einem ersten Schritt auf, weshalb solche Management-Beteiligungen, insbesondere *Sweet Equity*, bei *Private Equity*-Transaktionen weit verbreitet sind und wie *Sweet Equity*-Beteiligungen typischerweise ausgestaltet werden. In einem zweiten Schritt werden die möglichen Steuerfolgen beleuchtet. Dabei stellt sich regelmässig die Frage, ob mit Management-Beteiligungen ein steuerfreier Kapitalgewinn erzielt werden kann oder ob diese der Besteuerung von Mitarbeiteraktien unterliegt. Somit sind für die Ausgestaltung von Management-Beteiligungen steuerliche Aspekte von zentraler Bedeutung.

II. Management-Beteiligungen bei *Private Equity*-Transaktionen

i. Management-Beteiligungen allgemein

a) *Principal-Agent Konflikt*

Mitarbeiterbeteiligungsprogramme sind in vielen Unternehmen allgegenwärtig. Dies gilt insbesondere für das Management einer Gesellschaft. Die Ausgestaltung der Management-Beteiligungen ist dabei äusserst vielfältig. Im Kern zielen alle auf eine Verringerung des *Principal-Agent Konflikt*s.

Der Principal-Agent Konflikt entsteht grundsätzlich in allen Unternehmen, wo das Eigentum am und die Kontrolle bzw. Führung des Unternehmens auseinanderfallen.¹ Die Eigentümer (Principal) beauftragen Arbeitnehmer mit der Führung ihres Unternehmens (Agent). Dies führt bei einem nicht-leistungsabhängigen Vergütungsmodell sowie unter der Annahme einer individuellen Nutzenmaximierung zu einer Interessensdivergenz zwischen Principal und Agent.² Während die Eigentümer einer Gesellschaft an der Steigerung des Unternehmenswerts interessiert sind, verfolgt das Management die Sicherung einer dauerhaften Einkommensquelle.³ Des Weiteren besteht eine Informationsasymmetrie zwischen Eigentümern und Management. Das Management verfügt aufgrund seiner täglichen Arbeit im Unternehmen über weitaus mehr Informationen über das operative Geschäft als die Eigentümer. Aufgrund des inhärenten Interessenkonflikts und dieser Informationsasymmetrie folgt, dass das Management zu opportunistischem Verhalten tendieren kann, um ihren persönlichen Grenznutzen zu maximieren,⁴ wodurch das Management von der Zielvorstellung der Eigentümer, die Maximierung des Unternehmenswertes, abweicht.

Das Management wird somit tendenziell risikoaversere Entscheidungen treffen, um das Bestehen seiner Einkommensquelle zu gewährleisten. Zusätzlich ist die Einordnung der getroffenen Managemententscheide für die Eigentümer in Bezug auf die von ihnen angestrebte Unternehmensentwicklung schwierig, da das Management oftmals über spezialisiertes Know-How verfügt, sich intensiver mit dem Unternehmen auseinandersetzt und die Unternehmensentwicklung auch von exogenen Faktoren abhängt, deren Einfluss schwierig bzw. nicht messbar ist.⁵

b) *Auswirkungen von Management-Beteiligungen*

Um die Folgen des Principal-Agent Konflikts, namentlich Interessensdivergenzen sowie Informationsasymmetrien, zu reduzieren und den Fokus des Managements ebenfalls auf die Steigerung des Unternehmenswerts zu richten,

¹ Frick, Rz. 174.

² Bader, 22; Frick, Rz. 177; Koch-Schulte/de Toma, 215.

³ Hohaus/Koch-Schulte, 94; Koch-Schulte/de Toma, 215.

⁴ Bader, 24; Frick, Rz. 182; Reichling/Beinert/Henne, 268; von Salis Rz. 19 ff., 84. Hierzu gehören die Nicht-Verfolgung von Geschäftsoportunitäten, die Verringerung des Arbeitseinsatzes oder die Finanzierung persönlicher Annehmlichkeiten durch das Unternehmen (*consumption on the job*).

⁵ Frick, Rz. 179; von Salis, Rz. 83 f.

sind verschiedene Möglichkeiten denkbar.⁶ Die Beteiligung des Managements am Unternehmen ist dabei eine der effektivsten Massnahmen.⁷

Durch die Beteiligung entwickelt sich der Agent zum teilweisen Principal und partizipiert direkt am Erfolg und Wachstum des Unternehmens. Die substanzielle Koppelung des eigenen finanziellen Nutzens am gesteigerten Unternehmenswert incentiviert das Management, ihre Entscheidungsfindung primär auf die Maximierung des Unternehmenswertes und -erfolgs auszurichten und harmonisiert somit die Interessen des Managements und der Eigentümer.⁸

Eine Management-Beteiligung hat aber noch weitere Auswirkungen, die im Interesse der Eigentümer des Unternehmens liegen. Durch die Beteiligung des Managements am finanziellen Erfolg des Unternehmens können wichtige Führungskräfte als auch talentierte Mitarbeiter dauerhaft gebunden werden, da ein frühzeitiges Ausscheiden aus dem Unternehmen durch die Ausgestaltung der Beteiligungsstruktur finanziell unattraktiv gemacht werden kann.

Zusätzlich bieten Management-Beteiligungen einem Unternehmen, insbesondere auch Start-ups oder krisenbedrohten Gesellschaften, die Möglichkeit, qualitativ hochwertige Mitarbeiter zu geringen Fixkosten zu rekrutieren, indem ihnen durch die Beteiligung hohe Renditechancen im Falle einer erfolgreichen Unternehmensentwicklung eingeräumt werden. Die Beteiligung des Managements am Unternehmen kann zudem auch ein Signal an das Marktumfeld und mögliche Investoren bzw. Käufer senden und deren Vertrauen in das Unternehmen erhöhen,⁹ oder der frühzeitigen Entwicklung zukünftiger Unternehmensnachfolgelösungen dienen.¹⁰

Des Weiteren hat das Management durch seine initiale finanzielle Beteiligung am Unternehmen *skin in the game* (direkter Finanzierungsbeitrag), was einen höheren Bindungseffekt an das Unternehmen zeitigt.¹¹ Gleichzeitig resultiert ein indirekter Finanzierungseffekt zugunsten des Unternehmens, indem fixe Gehaltsbestandteile, die den *Cashflow* des Unternehmens belasten, durch zukünftige Gewinnpotenziale ersetzt werden.

⁶ Frick, Rz. 194 ff.; Shobe, 1447; von Salis, Rz. 26. In der Literatur werden bspw. die Auferlegung vertraglicher Verhaltenspflichten, die Ressourcenverknappung oder die leistungsba- sierte Entlohnung genannt.

⁷ Koch-Schulte/de Toma, 215.

⁸ Reichling/Beinert/Henne, 268.

⁹ Bader, 32.

¹⁰ Vgl. Baier, Rz. 34.

¹¹ Amberg, 113 ff.

Schliesslich wird durch die Weiterbeschäftigung und Mitbeteiligung des Managements dessen Eigeninteresse am Abschluss zukünftiger M&A-Transaktionen verstärkt, was eine Vereinfachung und Beschleunigung der Transaktionsprozesse zur Folge haben kann.¹²

c) *Formen von Management-Beteiligungen*

Die privat- und gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten einer Management-Beteiligung sind vielfältig.¹³ Grundsätzlich kann zwischen echten und unechten Mitarbeiterbeteiligungen unterschieden werden.

Echte Mitarbeiterbeteiligungen gewähren dem Management eine direkte Partizipation am Unternehmen. Dies kann durch eine Beteiligung am Unternehmen in Form von Aktien oder Partizipationsscheinen geschehen oder durch die Gewährung von Optionen oder Anwartschaften.

Unechte Mitarbeiterbeteiligungen verschaffen dem Management einen virtuellen Anspruch auf eine Geldleistung im Falle der Steigerung des Unternehmenswertes.¹⁴ Das Management erhält aber keine direkten Mitwirkungs- oder Vermögensrechte am Unternehmen. In der Praxis sind diese bspw. als *Phantom Stocks*, *Stock Appreciation Rights* oder *Co-Investments* ausgestaltet.¹⁵

Aufgrund steuerlicher Nachteile bei der Verwendung von unechten Mitarbeiterbeteiligungen (Siehe unten, [III.2.c](#)) werden Management-Beteiligungen in der Regel als echte Mitarbeiterbeteiligungen ausgestaltet.

d) *Management-Beteiligungen im Private Equity-Konzept*

Private Equity-Investoren erwerben direkt oder via eigene Akquisitionsstrukturen (auch aus steuerlichen, bankfinanzierungs- und administrativen Gründen), über spezifisch hierfür gegründete (inländische oder ausländische) Akquisitionsgesellschaften ihre Beteiligung an der Zielgesellschaft.¹⁶ Mittels

¹² Baier, Rz. 34.

¹³ Management-Beteiligungen sind als Teilnahmemöglichkeiten von Mitarbeitern am Unternehmensergebnis oder dem gesteigerten Unternehmenswert zu verstehen (Koch-Schulte/de Toma, 215).

¹⁴ Brauchli Rohrer/Weber, 32.

¹⁵ Brauchli Rohrer/Weber, 32.

¹⁶ Baier, Rz. 20, 23 ff.; Koch-Schulte/de Toma, 215. Dieser Beitrag befasst sich mit der Thematik der Management-Beteiligung. Auf rechtliche Ausführungen zur Ausgestaltung der Akquisitionsgesellschaften wird daher verzichtet. Handelt es sich um eine schweizerische Akquisitionsgesellschaft wird üblicherweise eine Aktiengesellschaft nach Art. 620 ff. OR verwendet.

Akquisitionsgesellschaft werden sodann meist Beteiligungen in mehrere Zielgesellschaften aufgebaut. Für eine erfolgreiche Entwicklung der Zielgesellschaften sind die Investoren in einem hohen Masse vom Willen und Fokus des bestehenden Managements auf eine wertschöpfende Strategie und entsprechender Entscheidungsfindung abhängig.¹⁷ Um die Interessen und somit auch die Unternehmensführung des Managements mit den Interessen der *Private Equity*-Investoren gleichzuschalten und die Risiken der Principal-Agent Problematik massgeblich zu reduzieren, sind Management-Beteiligungen unabdingbar.¹⁸

Es ist anzumerken, dass *Private Equity*-Investoren das unternehmensspezifische Erfolgsrisiko durch die Diversifikation ihrer Beteiligungen ausgleichen können. Diese Diversifikationsopportunität besitzt das Management in der Regel aufgrund ihrer arbeitsrechtlichen Verpflichtungen nicht. Dies führt zu unterschiedlichen Risikoaffinitäten bei den Investoren und dem Management.¹⁹ Um die Risikodivergenz zwischen Investor und Management zu schliessen, erfolgt die Beteiligung des Managements häufig an der Akquisitionsgesellschaft und nicht an der Zielgesellschaft.²⁰

Je höher dabei die Beteiligung des Managements an der Akquisitionsgesellschaft (*skin in the game*) im Vergleich zum Fixlohn ist, desto mehr verschmelzen die Interessen des Managements mit jenen der *Private Equity*-Investoren.²¹ Zusätzlich werden dadurch die Fixkosten tief gehalten. Die freigewordenen finanziellen Mittel können somit gewinnbringend im Unternehmen eingesetzt werden.

Über Aktionärbindungsverträge und/oder Statutenbestimmungen wird sodann sichergestellt, dass das Management die erworbenen Beteiligungen in-ner Sperrfrist (oft bis zum Exit) nicht verkaufen kann. Dadurch ist der Incentivierungseffekt des Managements und die Gleichschaltung der Interessen während der gesamten Investitionsdauer gewährleistet.²²

¹⁷ Shobe, 1449. Dies kann sich bspw. in massivem Kostenmanagement oder strategischen Akquisitionen widerspiegeln.

¹⁸ Amberg, 109.

¹⁹ Bader, 59; Hohaus/Koch-Schulte, 94.

²⁰ Amberg, 111; Hohaus/Koch-Schulte, 94.

²¹ Amberg, 109. Das Management beteiligt sich dabei regelmässig in der Höhe einiger Jahresgehälter oder USD 1'000'000.

²² Amberg, 125; Reichling/Beinert/Henne, 268; von Salis, Rz. 104 ff.

2. Finanzierungs- und Beteiligungsstrukturen in Private Equity

Private Equity-Transaktionen werden in der Regel mit einem Anlagehorizont von fünf bis sieben Jahren getätigt, innert welcher die Unternehmenswerte zu maximieren sind, um danach die Akquisitionsgesellschaft (als Muttergesellschaft der verschiedenen Zielgesellschaften) gewinnmaximierend verkaufen zu können.²³

Die Finanzierung der Beteiligung an der jeweiligen Zielgesellschaft erfolgt in der Regel durch eine Kombination aus Aktienkapital und Aktionärsdarlehen. Das Aktienkapital wird im Verhältnis zum Aktionärsdarlehen in der Regel relativ klein gehalten.²⁴ Das Aktionärsdarlehen wird dabei verzinst und sorgt im Falle eines Exits verglichen mit den Aktionären der Gesellschaft für eine privilegierte Kapitalrückzahlung.

Anstatt der Gewährung eines Aktionärsdarlehens kann die Beteiligung durch die Schaffung und Zeichnung von Vorzugsaktien nach Art. 654 OR finanziert werden. In Übereinstimmung mit Art. 656 OR wird in diesem Falle via Statuten eine prozentual fixierte Vorzugsdividende eingeführt. Dies gewährleistet analog zum Aktionärsdarlehen eine privilegierte Kapitalrückzahlung gegenüber den Stammaktionären.

Die Beteiligung an der Zielgesellschaft durch die Akquisitionsgesellschaft erfolgt primär mittels Aktienerwerb (*share deal*).²⁵ Sollte das Management bereits Aktionärin der Zielgesellschaft sein, so wird häufig ein Teil ihrer Kaufpreisforderung gegenüber der Akquisitionsgesellschaft nicht finanziell abgegolten, sondern als Verkäuferdarlehen gegenüber der Akquisitionsgesellschaft strukturiert. Nachfolgend erwirbt das Management (Stamm-)Aktien der Akquisitionsgesellschaft. Die Tilgung des Kaufpreises erfolgt dabei durch Verrechnung mit der bestehenden Darlehensforderung gegenüber der Akquisitionsgesellschaft.²⁶ Sollte das Management vor dem Verkauf der Zielgesellschaft noch nicht an dieser beteiligt sein, so erwirbt das Management ihre Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft gegen Entrichtung eines Kaufpreises. Dadurch wird sichergestellt, dass das Management *skin in the game* hat.

²³ Amberg, 72, 123; Hammad Asif/Sabater; Vidal/Sabater.

²⁴ Risi/Schmid, 889.

²⁵ Amberg, 111.

²⁶ Mit der ersatzlosen Streichung der Sachübernahme im Schweizer Recht (Art. 628 Abs. 2 aOR) löste sich auch die Gefahr einer potenziellen Nichtigkeit solcher Rückbeteiligungs-transaktionen auf (vgl. Frey/Leis, 70 ff.).

3. Sweet Equity

a) *Strip Investment vs. Sweet Equity*

Unabhängig von der effektiven Ausgestaltung der Finanzierung der Beteiligungen an den Zielgesellschaften erfolgt die Beteiligung des Managements grundsätzlich auf zwei verschiedene Arten.²⁷

Beim *Strip Investment* erwirbt das Management im gleichen Verhältnis wie die *Private Equity*-Investoren sämtliche Finanzierungsinstrumente (Aktionärsdarlehen oder Vorzugsaktien).²⁸ Die Beteiligung an diesen Finanzierungsinstrumenten erfolgt dabei zu den gleichen Konditionen. Das Management der Zielgesellschafts partizipiert somit im Falle eines Exits im exakt gleichen Verhältnis wie die *Private Equity*-Investoren.²⁹

Oftmals verfügt das Management jedoch nicht über genügend Eigenmittel, um sich substantiell pro rata an sämtlichen Finanzierungsinstrumenten zu beteiligen. Es fehlt ihnen daher an *skin in the game*. Dadurch findet keine massgebliche Gleichschaltung der Interessen und damit der unternehmerischen Entscheidungsfindung zwischen *Private Equity*-Investoren und Management statt.³⁰

Um trotz fehlender Eigenmittel eine Interessensangleichung des Managements herstellen zu können, werden *Sweet Equity*-Modelle eingesetzt.³¹ Bei *Sweet Equity* wird auf eine pro-rata Verpflichtung des Managements zur Partizipation an allen Finanzierungsinstrumenten verzichtet und einzig eine Beteiligung des Managements am Aktienkapital der Akquisitionsgesellschaft vereinbart, was in einem überproportionalen Anspruch auf den Bilanzgewinn resultiert.³² Ob die Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft zum Nominal- oder Verkehrswert erfolgt, ist gesellschaftsrechtlich betrachtet unerheblich, steuerrechtlich jedoch von einer gewissen Tragweite.

Das *Sweet Equity*-Modell ermöglicht somit eine überproportionale Gewinnbeteiligung des Managements verglichen mit *Strip Investments* und kann für das

²⁷ Risi/Schmid, 887.

²⁸ Risi/Schmid, 889. Gemäss Koch-Schulte/de Toma (215) wird die Akquisitionsgesellschaft üblicherweise nur zu 10% aus Stammkapital und zu 90% aus anderen Finanzierungsinstrumenten (Darlehen oder Vorzugsaktien) finanziert.

²⁹ Risi/Schmid, 889.

³⁰ Risi/Schmid, 889.

³¹ Amberg, 111.

³² Amberg, 111; Hohaus/Koch-Schulte, 95; Risi/Schmid, 889.

Management finanziell äusserst lukrativ sein („sweet“). Die Strukturierung der Management-Beteiligung als *Sweet Equity* erfolgt hierbei hauptsächlich mittels nachfolgend erläutelter Modelle.

b) *Darlehensmodell*

Im Darlehensmodell beteiligen sich sowohl die *Private Equity*-Investoren als auch das Management am Eigenkapital der Akquisitionsgesellschaft. Zusätzlich stellen die Investoren der Akquisitionsgesellschaft in erheblichem Umfang Fremdkapital mittels Darlehensvertrags zur Verfügung.

Der Darlehensvertrag ist dabei so strukturiert, dass im Falle eines Exits der Verkaufserlös (im Rahmen des Wasserfalls (*Liquidation Preference*) gemäss Aktionärbindungsvertrag bzw. Statuten) das endfällige Darlehen samt Darlehenszins nachrangig zu allfälligen Bankdarlehen und anderen Drittverbindlichkeiten deckt.³³ Der Darlehenszins, den die *Private Equity*-Investoren vorab zurückerhalten, ist dabei prozentual auf das eingesetzte Kapital beschränkt und substanziell tiefer als die zu erwartende Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital, da der verbleibende Verkaufserlös den Eigenkapitalgebern zufällt.³⁴

Diese überproportionale Gewinnbeteiligung der Stammaktionäre (und damit auch des Managements) stellt eine genügend hohe Incentivierung des Managements zur Gleichschaltung der Interessen mit den *Private Equity*-Investoren dar und resultiert aus deren höheren Risikobeteiligung, da die Stammaktionäre bei der Verteilung des Verkaufserlöses zuletzt berücksichtigt werden.

c) *Vorzugsaktien*

Der gleiche Effekt kann bei Substituierung des Aktionärsdarlehens durch die Ausgabe und Zeichnung von Vorzugsaktien durch die *Private Equity*-Investoren erreicht werden. In diesem Falle stellen die Investoren der Akquisitionsgesellschaft nicht Fremdkapital, sondern ebenfalls Eigenkapital zur Verfügung.

Die Vorzugsaktien werden nach Art. 654 ff. OR eingeführt und mit statutarischen Vorrechten gegenüber den Stammaktionären ausgestattet. Die Vorrechte beziehen sich dabei im Falle von *Sweet Equity*, analog dem Darlehensmodell, auf eine prozentual fixierte Rendite, die den Vorzugsaktionären

³³ Oesterhelt/Risi, 550.

³⁴ Vgl. Art. 660 Abs. 1 OR.

(*Private Equity*-Investoren) im Falle eines Exits vorrangig zukommen. Der restliche Verkaufserlös wird je nach statutarischer Regelung unter allen Aktionären oder auch nur unter den Stammaktionären aufgeteilt.³⁵

Dadurch kann auch mittels Vorzugsaktien eine genügend hohe Incentivierung des Managements gewährleistet werden.

d) *Praxisbeispiel*

Um den Hebeleffekt dieser Management-Beteiligung zu illustrieren, dient folgendes Beispiel eines vereinfachten Darlehensmodells:

Es wird eine Akquisitionsgesellschaft gegründet. Die *Private Equity*-Investoren zeichnen 9'000 Aktien und das Management 1'000 Aktien zum Preis von CHF 100.00 je Aktie (Nennwert CHF 10). Zudem gewähren die *Private Equity*-Investoren der Akquisitionsgesellschaft ein endfälliges Darlehen von CHF 50'000'000 mit einer jährlichen Verzinsung von 7%. Die Akquisitionsgesellschaft erwirbt nun eine Beteiligung an der Zielgesellschaft für CHF 50'000'000. Diese Beteiligung wird fünf Jahre später für CHF 150'000'000 netto verkauft.

Das Darlehen inklusive Darlehenszins in der Höhe von CHF 67'500'000 ist vorab den *Private Equity*-Investoren zurückzuzahlen. Der restliche Verkaufserlös von CHF 82'500'000 wird den Aktionären proportional zur Beteiligung zurückbezahlt.

Das Management erzielt somit mit einem Kapitaleinsatz von CHF 100'000 einen Kapitalertrag von CHF 8'250'000. Das entspricht einem 82.5-fachen *Return on Investment*, währenddessen die *Private Equity*-Investoren mit einem Kapitaleinsatz von CHF 50'900'000 einen knapp 2.8-fachen *Return on Investment* erzielen.

Durch eine analoge Ausgestaltung der Management-Beteiligung in Form von Vorzugsaktien könnte der gleiche Hebeleffekt erzielt werden.

³⁵ Oesterhelt/Risi, 550.

4. Exkurs: Das Management einer Zielgesellschaft im Rahmen des Transaktionsprozesses mit Sweet Equity-Beteiligung

a) *Interessenskonflikt des Managements*

Das Management einer Zielgesellschaft kann sich in einem Interessenskonflikt befinden, wenn *Private Equity*-Investoren deren (Rück-)Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft anstreben.

Das Interesse der Zielgesellschaft ist der Verkauf der Beteiligung zu einem möglichst hohen Preis. Als Arbeitnehmer ist das Management grundsätzlich aufgrund der gesetzlichen Treuepflicht nach Art. 321a OR, u.U. ergänzt um vertragliche Vereinbarungen, ebenfalls hierzu verpflichtet. Das Management hat jegliche Handlungen zu unterlassen, die eine wirtschaftliche Schädigung der Zielgesellschaft bedeuten könnte.³⁶ Des Weiteren verpflichtet Art. 321a Abs. 4 OR das Management zur absoluten Geheimhaltung während des Arbeitsverhältnisses, wodurch das Management keinerlei Informationen weitergeben darf, die die Zielgesellschaft als Arbeitgeber berechtigterweise geheim gehalten wissen will und nicht vertraglich zur Weitergabe genehmigt hat.³⁷

Die *Private Equity*-Investoren sind hingegen an einem möglichst tiefen Kaufpreis, der möglichen Weiterbeschäftigung des Managements und dessen potenziellen (Rück-)Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft interessiert. Eine mögliche Weiterbeschäftigung und eine im Falle von *Sweet Equity* äusserst lukrative Beteiligungsmöglichkeit an der Akquisitionsgesellschaft sorgen jedoch dafür, dass ein Interessenskonflikt des Managements zwischen der Erfüllung seiner arbeitsrechtlichen Treuepflichten und seiner zukünftigen Arbeits- und Kapitalgewinnmöglichkeiten entstehen kann.

In der Praxis stellt sich daher oftmals die Frage, ab wann die *Private Equity*-Investoren Zugang zum (erweiterten) Management der Zielgesellschaft erhalten sollen. Der Zugang zum Management ist für Investoren von grundlegender Bedeutung, können diese doch am besten Fragen beantworten, die bspw. im Rahmen einer *Due-Diligence* Prüfung beim Käufer aufkommen. Gleichzeitig wird durch den Kontakt zum Management und das potenzielle Angebot einer Weiterbeschäftigung und (Rück-)Beteiligung der Interessenskonflikt geschaffen. Das Management könnte hierdurch versucht sein, der Zielgesellschaft ent-

³⁶ BGE 117 II 74.

³⁷ BSK OR-I-Portmann/Rudolph, Art. 321a Rz. 27.

scheidende Informationen vorzuenthalten oder die Kaufpreisfestsetzung nicht zu maximieren oder im Namen der Zielgesellschaft gewisse Garantien im Aktienkaufvertrag abzugeben.³⁸

Das Management der Zielgesellschaft hat somit aufgrund seiner strengen arbeitsrechtlichen Verpflichtung zur Wahrung der Interessen der Zielgesellschaft jeweils sicherzustellen, dass aufgrund einer (unbewussten) Verschiebung der Loyalitäten in *Private Equity*-Transaktionen keine Pflichtverletzungen begangen werden. Des Weiteren hat sich die Zielgesellschaft genau zu überlegen, an welchem Punkt des Transaktionsprozesses die *Private Equity*-Investoren Zugang zu ihrem Management erhalten sollen.

b) *Das Management als möglicher Stellvertreter der Akquisitionsgesellschaft*

Die oben beschriebene Loyalitätsverschiebung des Managements der Zielgesellschaft zugunsten der Akquisitionsgesellschaft könnte neben möglichen Pflichtverletzungen des Managements noch weitere Auswirkungen zeitigen.

Gemäss deutscher Rechtsprechung findet im Falle einer bereits vereinbarten Rückbeteiligung des Managements am und dessen Weiterbeschäftigung in der Zielgesellschaft eine Wissenszurechnung des Managements zulasten des Käufers aufgrund einer Anrechnung als deren Vertreter statt.³⁹ Dies soll ebenfalls in Fällen gelten, wo keine Weiterbeschäftigung, sondern nur eine Rückbeteiligung vereinbart wird.⁴⁰

Mögliche Haftungsrisiken des Managements einer Zielgesellschaft werden durch diesen Entscheid erhöht, da nunmehr nebst Treuepflichten gegenüber der Zielgesellschaft auch eine Wissenszurechnung zulasten des Käufers und entsprechende Aufklärungspflichten ihm gegenüber bestehen können und gegeneinander abgewogen werden müssen. Es kann jedoch nicht sein, dass dem Käufer Wissen zugerechnet wird, zu dessen Herausgabe das Management der Zielgesellschaft aufgrund ihrer arbeitsrechtlichen Treuepflicht gar nicht berechtigt gewesen wäre.

Es ist unklar, ob nach Schweizer Recht in einem solchen Falle bereits ein Vertretungsverhältnis zwischen Management der Zielgesellschaft und Käufer besteht und ob in der Folge eine Wissenszurechnung zulasten des Käufers re-

³⁸ Schalast/Winter/Wedell, 312, 314; Tüxen/Mentzel, 25.

³⁹ OLG Düsseldorf vom 16.06.2016 (I-6 U 20/15).

⁴⁰ Tüxen/Mentzel, 29; OLG Düsseldorf vom 16.06.2016 (I-6 U 20/15), wonach sich der Käufer das Wissen des Managements um gefälschte Bilanzen der Zielgesellschaft anrechnen lassen musste.

sultieren würde. Aufgrund der rechtlichen Unsicherheit empfiehlt sich für den Käufer aber die vertragliche Einschränkung der Wissenszurechnung des rückbeteiligten Managements im Aktienkaufvertrag.⁴¹

III. Steuerliche Beurteilung

1. Besteuerung von Management-Beteiligungen

Für die Ausgestaltung von Management-Beteiligungen sind steuerliche Aspekte von zentraler Bedeutung. Durch den steuerfreien Kapitalgewinn i.S. von Art. 16 Abs. 3 DBG bzw. Art. 7 Abs. 4 lit. b StHG besteht für das Management die Möglichkeit, Aktien steuerfrei zu verkaufen. Ein steuerfreier Kapitalgewinn liegt immer dann vor, wenn ein Vermögenswert aus dem Privatvermögen verkauft oder gegen einen anderen Vermögenswert eingetauscht wird und dabei ein Gewinn durch eine Wertsteigerung erzielt wird.⁴² Der steuerfreie Kapitalgewinn wird allerdings durch verschiedene Ausnahmen eingegrenzt. Eine dieser Ausnahmen sind Mitarbeiteraktien i.S. der Art. 17a-17d DBG bzw. Art. 7c-7f StHG, bei deren Verkauf der Kapitalgewinn in steuerbares Erwerbseinkommen umqualifiziert werden kann. Zudem können bereits beim Erwerb von Mitarbeiteraktien Einkommenssteuerfolgen resultieren. Neben Einkommenssteuerfolgen sind bei Mitarbeiterbeteiligungen immer auch Sozialversicherungsfolgen zu berücksichtigen. Eine steuereffiziente Management-Beteiligung ist daher so auszugestalten, dass beim Verkauf der Aktien durch das Management ein steuerfreier Kapitalgewinn erzielt werden kann.

2. Steuerliche Grundsätze von Mitarbeiteraktien

a) *Hintergrund von Mitarbeiteraktien*

Sofern ein Mitarbeiter oder Verwaltungsrat Aktien des Arbeitgebers oder einer Gruppengesellschaft im Hinblick auf ein früheres, aktuelles oder zukünftiges Arbeitsverhältnis erwerben kann, so qualifizieren diese Aktien im Grundsatz als Mitarbeiterbeteiligung i.S.v. Art. 17a DBG bzw. Art. 7c StHG, da der Erwerb der Aktien in einem kausalen Zusammenhang mit dem Arbeitsverhältnis steht. Dabei ist unerheblich, ob die Arbeitgebergesellschaft, eine Gruppengesellschaft oder ein Aktionär die Aktien an den Mitarbeiter oder Verwaltungsrat überträgt.⁴³ Mitarbeiteraktien liegen insbesondere dann vor, wenn der Mitar-

⁴¹ Tüxen/Mentzel, 30.

⁴² Brauchli Rohrer/Bühlmann, 212.

⁴³ Vgl. Kreisschreiben (KS) Nr. 37 der ESTV vom 30. Oktober 2020, Ziff. 2.3.

beiter bzw. Verwaltungsrat die Aktien unentgeltlich oder unter dem Marktwert erwerben kann. Sofern die Aktien zu einem Verkehrswert erworben werden, finden die Besteuerungsgrundsätze für Mitarbeiterbeteiligungen keine Anwendung.⁴⁴ In der Praxis werden hingegen an das Vorliegen einer Verkehrswerttransaktion hohe Anforderungen gestellt. Für die Ausgestaltung einer Management-Beteiligung im Rahmen von *Privat Equity*-Transaktionen ist diese Abgrenzung von entscheidender Bedeutung.

Die bundesgesetzlichen Bestimmungen zu Mitarbeiterbeteiligungen in Art. 17a ff. DBG bzw. Art. 7c ff. StHG, werden durch die Eidgenössische Steuerverwaltung (ESTV) im Rahmen des Kreisschreibens Nr. 37 vom 30. Oktober 2020 über die Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen konkretisiert. Auch wenn die Konkretisierungen eine gewisse Homogenität in Bezug auf die Beurteilung der diversen Ausgestaltungsformen von Mitarbeiterbeteiligungen erwarten lassen, ist die Steuerpraxis der Kantone in Bezug auf Mitarbeiterbeteiligungen sehr unterschiedlich. Zudem gründen wesentliche Besteuerungsgrundsätze auf gelebte Steuerpraxis und nicht auf publizierte Praxishinweise. Zuständig für die steuerliche Beurteilung von Mitarbeiterbeteiligungen ist im Grundsatz die Kantonale Steuerverwaltung des Wohnsitzes des einzelnen Mitarbeiters. Somit ist es in der Praxis oft der Fall, dass innerhalb des Managements eine Aktienbeteiligung unterschiedlich besteuert wird.

Der Kantonalen Steuerverwaltung des Sitzkantons der Arbeitgebergesellschaft kommt eine gewisse Koordinationsfunktion zu. Steuervorbescheide sind in einem ersten Schritt durch diese Steuerverwaltung zu beurteilen. Ein solcher Steuervorbescheid ist jedoch für andere Kantonale Steuerverwaltungen nicht zwingend verbindlich.⁴⁵

Bei komplexen Fragestellungen, wie der Besteuerung von Management-Beteiligungen in *Private Equity*-Transaktionen bzw. *Sweet Equity*, besteht in den meisten Kantonen keine klare Steuerpraxis. Publizierte Praxishinweise von Steuerverwaltungen in Bezug auf *Sweet Equity* fehlen gänzlich. Somit ist im konkreten Fall eine Einzelfallbeurteilung unumgänglich. Ziel dieses Beitrages ist, die verschiedenen in der Literatur vertretenen Meinungen sowie die Praxiserfahrungen aus der Steuerpraxis zusammenzuführen.

⁴⁴ Hongler/Weder/Graf, 216; ebenso Hainaut/Koch/Krützmann, 05.

⁴⁵ Vgl. KS Nr. 37, Ziff. 9.

b) *Besteuerungsgrundsätze von Mitarbeiterbeteiligungen*

Die Besteuerungsgrundsätze für Mitarbeiterbeteiligungen unterscheiden sich je nach Beteiligungsinstrument. Ganz grundsätzlich erfolgt eine Unterscheidung zwischen „echten“ und „unechten“ Mitarbeiterbeteiligungen.

aa) *Echte Mitarbeiterbeteiligungen*

Bei echten Mitarbeiterbeteiligungen wird der Mitarbeiter entweder direkt durch Beteiligungspapiere oder indirekt durch die Gewährung von Optionen oder Anwartschaften zum Bezug von Beteiligungspapieren am Eigenkapital des Arbeitgebers beteiligt (vgl. Art. 17a Abs. 1 DBG bzw. Art. 7c Abs. 1 StHG).⁴⁶ Bei Mitarbeiteraktien erfolgt die Besteuerung des geldwerten Vorteils sowohl im Zeitpunkt des Erwerbes als auch im Zeitpunkt der Veräußerung.⁴⁷ Eine Mitarbeiteraktie ist im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungen das einzige Beteiligungsinstrument, das bei der Veräußerung einen steuerfreien Kapitalgewinn ermöglicht. Daher wird nachfolgend insbesondere auf die Besteuerung von Mitarbeiteraktien eingegangen.

bb) *Besteuerung im Zeitpunkt des Erwerbes*

Im Zeitpunkt des Aktienerwerbes unterliegt ein geldwerter Vorteil der Besteuerung (vgl. Art. 17b Abs. 1 DBG bzw. Art. 7d Abs. 1 StHG). Der geldwerte Vorteil reflektiert eine positive Differenz zwischen dem Verkehrswert und dem Erwerbspreis der Aktien. Die auf den geldwerten Vorteil entfallenden Sozialversicherungsbeiträge sind dabei abzugsfähig.⁴⁸ Während bei börsenkotierten Gesellschaften sich der Verkehrswert durch den Börsenkurs bestimmt, ist ein Verkehrswert bei nicht börsenkotierten Gesellschaften i.d.R. nicht verfügbar – ausser es liegt bspw. eine massgebliche Dritttransaktion vor.⁴⁹ Sofern im Zeitpunkt der Aktientransaktion kein Verkehrswert vorliegt, so kommt stattdessen ein Formelwert zur Anwendung, der nach einer anerkannten Methode zu definieren ist.⁵⁰ Sofern keine spezifische Bewertungsformel mit den Steuerbehörden im Rahmen eines Steuervorbescheides vereinbart wird, was grundsätzlich möglich wäre, so gelangt als Bewertungsformel die sog. Praktikermethode zur

⁴⁶ KS Nr. 37, Ziff. 2.3.2.

⁴⁷ Oesterhelt/Dubach, 10.

⁴⁸ Vgl. KS Nr. 37, Ziff. 3.1.

⁴⁹ Kommentar zum StG-AG-Martin, §26b Rz.4 ff.

⁵⁰ Vgl. KS Nr. 37, Ziff. 3.2.2.

Anwendung. Grundlage für die Berechnung dieser Bewertungsformel ist das Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2009 (SSK-KS 28).⁵¹

cc) Besteuerung im Zeitpunkt der Veräusserung

Im Zeitpunkt der Veräusserung von Mitarbeiteraktien unterliegt eine positive Differenz zwischen dem Veräusserungspreis und dem Formelwert – der sog. Übergewinn – wiederum der Besteuerung.⁵² Somit ist der Formelwertgewinn immer steuerfrei. Eine Ausnahme von der Besteuerung des Übergewinns besteht bei der Veräusserung von Mitarbeiteraktien nach einer Haltedauer von mehr als fünf Jahren. Nach Ablauf dieser Fünfjahresfrist resultiert grundsätzlich beim Verkauf von Mitarbeiteraktien ein steuerfreier Kapitalgewinn, auch wenn die steuerliche Bewertung der Aktien im Erwerbszeitpunkt mit einem Formelwert erfolgte.⁵³ Es handelt sich hierbei um eine Praktikabilitätslösung ohne gesetzliche Grundlage, die insbesondere dem Umstand Rechnung tragen soll, dass ab einer gewissen Haltedauer typischerweise die Kapitalgewinnkomponente im Vordergrund steht und nicht mehr das Arbeitsverhältnis.⁵⁴

Die Fünfjahresfrist für eine steuerfreie Veräusserung wird aber in gewissen Kantonen eingeschränkt, wie bspw. Zürich oder Schwyz. Diese Kantone gewähren nur eine steuerfreie Veräusserung nach 5 Jahren, sofern die Aktien an eine Drittpartei und nicht an die Gesellschaft oder an bestehende Aktionäre verkauft werden.⁵⁵ Dieses Erfordernis kann meist nur bei einem Verkauf der Gesellschaft erreicht werden. Andere Kantone, wie bspw. der Kanton Zug, gewährt eine steuerfreie Veräusserung der Aktien auch, sofern diese an bestehende Aktionäre, aber ausserhalb einer Rückgabeverpflichtung, verkauft werden.

dd) Gründeraktien

Nicht als Mitarbeiteraktien qualifizieren Aktien, die im Zeitpunkt der Gründung gezeichnet wurden.⁵⁶ Daher können diese sogenannten Gründeraktien,

⁵¹ Kommentar 2023 der Schweizerischen Steuerkonferenz zum Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008.

⁵² Vgl. KS Nr. 37, Ziff. 3.4.3.

⁵³ KS Nr. 37, Ziff. 3.4.3; vgl. St. Galler Steuerbuch StB 30 Nr. 2 vom 1. Januar 2021, Steuerliche Behandlung von Mitarbeiterbeteiligungen, 5.

⁵⁴ Oesterhelt/Dubach, 19.

⁵⁵ Richner/Frei/Kaufmann/Rohner, Art. 17b, Rz. 14f; Oesterhelt/Gammeter, Folie 54 ff.; Merkblatt der Steuerverwaltung Schwyz zur Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen vom 21. März 2023, Rz. 13.

⁵⁶ Vgl. KS Nr. 37, Ziff. 3.4.4.

sofern diese noch immer durch den gleichen Gründer gehalten werden, später steuerfrei veräussert werden. Die Anforderungen an die Qualifikation als Gründeraktien sind in den verschiedenen Kantonalen Steuerbehörden unterschiedlich. So ist in gewissen Kantonen zwingend, dass die Aktien im Zeitpunkt der zivilrechtlichen Gründung gezeichnet wurden. In anderen Kantonen kann sich auch ein Gründer noch nach der zivilrechtlichen Gründung beteiligen.

c) *Unechte Mitarbeiterbeteiligungen*

Unechte Mitarbeiterbeteiligungen sind eigenkapital- bzw. aktienkursbezogene Anreizsysteme, die dem Mitarbeiter effektiv keine Beteiligung am Eigenkapital des Arbeitgebers ermöglichen, sondern i.d.R. nur eine Geldleistung in Aussicht stellen, die sich an der Wertentwicklung des Basistitels bestimmt.⁵⁷ Typische Formen von unechten Mitarbeiterbeteiligungen sind die sog. *Phantom Stocks*, *Stock Appreciation Rights (SAR)* sowie *Co-Investments*. Der Vorteil von unechten Mitarbeiterbeteiligungen ist, dass der Mitarbeiter am Unternehmenserfolg teilhaben kann, ohne dass die bisherigen Aktionäre in ihrer Beteiligung verwässert werden.⁵⁸

Unechte Mitarbeiterbeteiligungen werden im Zeitpunkt des Zuflusses besteuert (vgl. Art. 17c DBG bzw. Art. 7e StHG). Dabei unterliegt ein Kapitalgewinn vollumfänglich der Besteuerung, wodurch keine Möglichkeit zur Erzielung eines steuerfreien Kapitalgewinnes besteht. Aus diesem Grund sind unechte Mitarbeiterbeteiligungen aus einer steuerlichen Perspektive weniger attraktiv als echte Mitarbeiterbeteiligungen und daher in der Praxis auch von geringerer Relevanz. In Bezug auf *Privat-Equity*-Transaktionen sind unechte Mitarbeiterbeteiligungen in Verbindung mit möglichen *Co-Investments* zu beachten (Siehe unten, [III.7](#)).

3. **Aktienwerb zu Drittkonditionen**

Keine Mitarbeiteraktien, sondern sog. Investorenaktien liegen vor, sofern das Management die Aktien zu einem Verkehrswert erwirbt und somit der Aktienwerb in keinem kausalen Zusammenhang mit dem Arbeitsverhältnis steht.⁵⁹ Vielmehr erfolgt der Aktienwerb als *privates Investment* des Managements, um das unternehmerische Risiko mitzutragen (*skin in the game*).⁶⁰

⁵⁷ KS Nr. 37, Ziff. 2.3.2.

⁵⁸ DBG-Komm.-Vallucci/Zellweger, Art. 17a, Rz. 48.

⁵⁹ Hainaut/Koch/Krützmann, 205; vgl. Hongler/Weder/Graf, 216.

⁶⁰ Richner/Frei/Kaufmann/Rohner, Art. 17a, Rz. 1a.

In der Praxis werden an eine Verkehrswerttransaktion hohe Anforderungen gestellt. Die Steuerpraxis definiert den Verkehrswert für nichtkотиerte Wertpapiere als den inneren Wert bzw. als den Fortführungswert.⁶¹ Gemäss der Schweizer Steuerpraxis werden Verkehrswerte insbesondere durch Vergleichstransaktionen, konkret durch eine massgebliche Handänderung oder durch eine wesentliche Kapitalerhöhung begründet.

a) *Massgebliche Handänderung*

Für Steuerzwecke liegt eine massgebliche Handänderung – die einen Verkehrswert begründen kann – vor, sofern Aktien der Gesellschaft in einem gewissen Umfang verkauft werden und sich die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft bis zum Stichtag nicht wesentlich verändert hat. Die Höhe des Transaktionsvolumens, die es für eine Massgeblichkeit bedarf, ist nicht einheitlich definiert. Die Schweizerische Steuerkonferenz erachtet ein Transaktionsvolumen um rund 10% als massgeblich. In der Praxis kann diese Schwelle von 10% jedoch nicht als fixe Grösse angewandt werden. Durch die Steuerbehörden einheitlich umgesetzt wird hingegen, dass der Verkauf von Aktien unter bestehenden Aktionären nicht als Dritttransaktion zu qualifizieren ist.⁶² Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang die aktuelle Verwaltungspraxis des Kantons Zürich, wonach eine massgebliche Dritttransaktion auch dann angenommen wird, wenn in zeitlicher Nähe zu einer Dritttransaktion unter dem Grenzwert von 10% Aktien an einen bisherigen Aktionär veräussert werden und dadurch gesamthaft die 10%-Schwelle überschritten wird.

Die Steuerpraxis verzichtete bislang zu definieren, ob sich diese 10%-Schwelle bei Vorliegen von verschiedenen Aktienkategorien lediglich auf die entsprechende Aktienkategorie bezieht und somit in der Konsequenz eine separate Bewertung der einzelnen Aktienkategorien zu erfolgen oder ob die 10%-Schwelle auf das gesamte Aktienkapital anzuwenden ist. Von den Kantonalen Steuerverwaltungen werden dabei beide Meinungen vertreten. So gibt es Stimmen, die bei verschiedenen Aktienkategorien von einer isolierten Betrachtung jeder Kategorie ausgehen.⁶³

⁶¹ Kommentar 2023 der Schweizerischen Steuerkonferenz zum Kreisschreiben Nr. 28 (SSK-KS Nr. 28) vom 28. August 2008, 5.

⁶² Vgl. SSK-KS Nr. 28, 5 f.

⁶³ Vgl. Oesterhelt/Risi, 552.

b) Kapitalerhöhung

Ebenfalls begründet wird ein Verkehrswert durch bezahlte Investorenpreise im Rahmen einer Kapitalerhöhung. Hierfür sind die Grundsätze analog einer massgeblichen Handänderung anwendbar. Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass Finanzierungsrunderpreise bei Gesellschaften, die für Steuerzwecke als Startup-Gesellschaft qualifizieren, nicht als massgebend gelten.⁶⁴

c) Zwischenfazit

Alternative Bewertungsmethoden, wie bspw. eine DCF-Bewertung, werden in aller Regel durch die Steuerbehörden nicht akzeptiert. Ebenfalls werden regelmässig Vergleichstransaktionen nicht akzeptiert, sofern die Konditionen der Transaktionen nicht absolut identisch sind. Insbesondere zu beachten sind dabei Vorzugsrechte, die den Investoren oft gewährt werden. Zudem sind Rückgabeverpflichtungen zu berücksichtigen, wo bspw. das Management bei Austritt als Arbeitnehmer die Aktien der Gesellschaft oder dem *Private Equity*-Investor zurück zu verkaufen hat. Praxisgemäss stellt ein Erwerb von Aktien zu einem Drittpreis, aber mit einer Rückgabeverpflichtung, keine Verkehrswerttransaktion dar.

In zeitlicher Hinsicht werden massgebliche Handänderungen oder Kapitalerhöhungen nur akzeptiert, sofern der Bewertungsstichtag und das Transaktionsdatum zeitnah beieinanderliegen. Hierfür besteht keine gesetzliche bzw. einheitliche Frist. Gemäss der Schweizerischen Steuerkonferenz wird eine Frist von einem Jahr als angemessen erachtet.⁶⁵ In der Praxis wird diese Einjahresfrist durch die Steuerbehörden allerdings nicht konsequent umgesetzt, so gehen bspw. die Zürcher Steuerbehörden i.d.R. von einer Frist von 6 Monaten aus.⁶⁶ In anderen Kantonen liegt diese Frist teilweise aber auch über 12 Monaten.

4. Besteuerung von Strip Investments

a) Grundsätzliches

Bei sog. *Strip Investments* erwirbt das Management wie bereits erwähnt die Aktien grundsätzlich zu den gleichen Konditionen wie der *Private Equity*-Investor (Siehe oben, [II.3.a](#)). Aus steuerlicher Sicht ist bei *Strip Investments* zen-

⁶⁴ Vgl. SSK-KS Nr. 28, 6.

⁶⁵ SSK-KS Nr. 28, 7.

⁶⁶ Oesterhelt/Gammeter, Folie 71.

tral, dass die Beteiligung des Managements als Verkehrswerttransaktion akzeptiert wird, um die Qualifikation als Mitarbeiteraktien zu vermeiden. Hierfür muss das Management die gleiche Aktienkategorie wie der *Private Equity*-Investor erwerben. Zudem bedarf es einer massgeblichen Dritttransaktion (Siehe oben, [III.3.a](#)). Ausserdem wären Rückgabeverpflichtungen für die Vermeidung von Mitarbeiteraktien schädlich.

b) *Akquisition über eine Akquisitionsgesellschaft*

Weiter ist zu beachten, dass bei einer Akquisition über eine hierfür gegründete Akquisitionsgesellschaft der *Private Equity*-Investor den Verkehrswert der Zielgesellschaft begründet. Sofern aber die Akquisition über eine Akquisitionsgesellschaft erfolgt, an dem sich anschliessend das Management beteiligt, so liegt aus formeller Sicht für die Akquisitionsgesellschaft kein Verkehrswert vor. Sofern aber die wirtschaftlichen Konditionen der Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft im Vergleich zur Akquisition durch den *Private Equity*-Investor vollumfänglich identisch umgesetzt sind, so wäre zu begrüssen, dass der Verkehrswert auch für die Akquisitionsgesellschaft akzeptiert wird.

5. Besteuerung von Sweet Equity

a) *Grundsätzliches*

Da der Erwerb einer *Sweet Equity*-Beteiligung i.d.R. in einem engen Zusammenhang mit der Funktion als Mitarbeiter steht, qualifizieren die im Rahmen der Management-Beteiligung erworbenen Aktien per Definition als Mitarbeiteraktien i.S.v. Art. 17a Abs. 1 lit. a DBG bzw. Art. 7c Abs. 1 lit. a StHG. Somit ist zu unterscheiden, ob das Management die Aktien zu einem Vorzugspreis erwerben kann oder ob das Management die Aktien zu den gleichen Konditionen wie der *Private Equity*-Investor erwirbt. Sofern die Aktien zu einem Vorzugspreis erworben werden, dann sind die Steuerfolgen im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungen unumgänglich. Allerdings lohnt sich auch in diesem Fall eine aktive Strukturierung der Management-Beteiligung, um eine möglichst steuereffiziente Mitarbeiterbeteiligung implementieren zu können (Siehe unten, [III.6](#)).

Bei einer Beteiligung zu den gleichen Konditionen wie der *Private Equity*-Investor handelt es sich, isoliert betrachtet, beim bezahlten Preis um einen Verkehrswert und nicht um einen Formelwert.⁶⁷ Entsprechend wäre das Management bei der Veräusserung der Beteiligung grundsätzlich in der Lage, einen

⁶⁷ KS Nr. 37, Ziff. 3.2.2 i.V.m. Ziff. 3.4.3.

steuerfreien privaten Kapitalgewinn zu realisieren.⁶⁸ Neben den allgemeinen Voraussetzungen an den Verkehrswert (Siehe oben, [III.3](#)) gelangt für die Beurteilung eines Verkehrswertes bei einer Management-Beteiligung regelmässig eine Gesamtbetrachtung zur Anwendung. Im Rahmen dieser Gesamtbetrachtung ist das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital (vgl. Darlehensmodell) sowie die Unterscheidung zwischen Stamm- und Vorzugsaktien (vgl. Modell mit unterschiedlichen Aktienkategorien) zu berücksichtigen.

b) Darlehensmodell

Beim Darlehensmodell wird wie bereits erwähnt der *Leverage*-Effekt für das Management im Rahmen ihrer *Sweet Equity*-Beteiligung dadurch erreicht, dass der *Private Equity*-Investor der Gesellschaft zusätzlich zum Eigenkapital auch noch in einem wesentlichen Umfang Fremdkapital als Aktionärsdarlehen zur Verfügung stellt, das eine fixe Verzinsung aufweist (Siehe oben, [II.3.b](#)). Sowohl der *Private Equity*-Investor als auch das Management zeichnen dabei i.d.R. Aktien der gleichen Aktienkategorie, wodurch das Aktienkapital der Gesellschaft nur eine Aktienkategorie aufweist.

Dieser potentiell höhere *Leverage-Effekt* soll nach einem Teil der Lehre in Bezug auf die Erzielung eines steuerfreien Kapitalgewinnes dann unschädlich sein, wenn die Darlehensbedingungen so ausgestaltet sind, dass diese – isoliert betrachtet – einem Drittvergleich standhalten.⁶⁹ Aus ökonomischer Sicht spiegelt diese Betrachtungsweise auch das höhere Risiko des Managements wider, da sie im Wasserfall erst ab einem bestimmten Gewinn (*Hurdle*) gewinnberechtigt sind.

Für die Frage, ob der Drittvergleich im konkreten Fall erfüllt ist, ist beim Darlehensmodell einerseits die Verzinsung des Fremdkapitals sowie andererseits das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital von Relevanz. Gemäss der Lehrmeinung von Oesterhelt sollte ein Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital von 1:4 als drittvergleichskonform angesehen werden. In Bezug auf die Verzinsung sollte aktuell ein Zinssatz von 6–8% p.a. den Anforderungen an eine angemessene Mindestverzinsung gerecht werden.⁷⁰ Gemäss der grundsätzlichen Praxis der ESTV wird die Verzinsung von Darlehen zwischen nahestehenden Parteien in jedem Fall akzeptiert, sofern sich die Darlehenszinsen im Rahmen der jährlich publizierten „*Safe-Harbour*-Zinssätze“ befin-

⁶⁸ Oesterhelt/Risi, 550.

⁶⁹ Oesterhelt/Betschart, Fall 5.

⁷⁰ Oesterhelt/Betschart, Fall 5; ebenso Oesterhelt/Risi, 551 f.

den.⁷¹ Im Rahmen des Darlehensmodells werden diese Zinssätze als Grundlage aber regelmässig nicht akzeptiert. Neben dem Zinssatz sind für die Beurteilung des Drittvergleichs von Darlehen weitere Kriterien zu berücksichtigen, wie bspw. die Laufzeit des Darlehens, das Vorliegen allfälliger Sicherheiten sowie die Ausgestaltung der Amortisation. Des Weiteren können auch Risikoüberlegungen wie bspw. die Frage, ob die Zinserträge im Verhältnis zu den Gesamterträgen geschäftsüblich sind oder das Darlehen ein Klumpenrisiko darstellt, von Relevanz sein.⁷² Die Steuerbehörden stellen an den Nachweis des Drittvergleichs bei Darlehen hohe Hürden. Dennoch ist der Nachweis des Drittvergleichs, unter Berücksichtigung der vorstehenden Kriterien, nicht ausgeschlossen. Damit lässt sich für die Management-Beteiligung ein gewisser Gestaltungsspielraum ermöglichen.

Nach diesem Ansatz kann das Management einen steuerfreien Kapitalgewinn auf die zum Verkehrswert erworbenen Aktien erzielen, auch wenn die Aktien innerhalb von fünf Jahren nach dem Erwerb wieder veräussert werden, da kein Erwerb zu einem Formelwert vorliegt, der eine Umqualifizierung des Veräusserungsgewinnes rechtfertigen würde.⁷³

Sofern die Darlehensbedingungen einem Drittvergleich nicht standhalten, kann der vom Management bezahlte Preis nicht als Verkehrswert akzeptiert werden. Somit unterliegt in diesem Fall die Management-Beteiligung der Besteuerung nach den Regelungen für Mitarbeiterbeteiligungen.

Gewisse Steuerbehörden, die sich bereits zur steuerlichen Behandlung von *Sweet Equity* geäussert haben, wenden in Bezug auf das Darlehensmodell strenge Massstäbe für die Beurteilung der Drittkonditionen des Darlehens an. Begründet wird dies insbesondere mit dem Fehlen von verlässlichen Marktdaten hinsichtlich der korrekten Verzinsung des Darlehens und der Ausprägung des *Leverage*-Effekts. Risi verweist in diesem Sinne auf den häufig sehr ausgeprägten *Leverage* bei *Sweet Equity*-Beteiligungen, der den Drittvergleich fast zwangsläufig scheitern lasse.⁷⁴ Eine gänzliche Verneinung ist allerdings abzulehnen. Sofern Darlehen zu Marktkonditionen durch den *Private Equity*-Investor zur Verfügung gestellt werden, wo bspw. Sicherheiten zur Verfügung gestellt werden, so dürfte ein solches Darlehen für die steuerliche Qualifikation der Management-Beteiligung nicht schädlich sein.

⁷¹ Vgl. Rundschreiben der ESTV zu den steuerlich anerkannten Zinssätzen 2024 für Vorschüsse oder Darlehen.

⁷² Treuhand-Kammer, 8 f.

⁷³ Oesterhelt/Risi, 551.

⁷⁴ Oesterhelt/Risi, 552.

c) *Modell mit unterschiedlichen Aktienkategorien*

Beim Modell mit unterschiedlichen Aktienkategorien kann für das Management ein *Leverage*-Effekt entstehen, indem der *Private Equity*-Investor nebst Stammaktien auch Vorzugsaktien zeichnet, die einen Anspruch auf eine fixe Rendite beinhalten (Siehe oben, [II.3.c](#)). Damit erhöht sich das Risiko für das Management, welches lediglich Stammaktien zeichnet. Damit dieses Modell durch die Steuerbehörden akzeptiert wird, haben einerseits die Bedingungen der Stammaktien, die durch das Management gezeichnet werden, dem Drittvergleich zu entsprechen – dies unter Berücksichtigung des massgeblichen Verkehrswertes. Andererseits gibt es Lehrmeinungen, die ein gewisses Verhältnis zwischen Stamm- und Vorzugsaktien als notwendig erachten. Dabei wird ein Verhältnis zwischen Stamm- und Vorzugsaktien von 1:4 als Obergrenze erachtet.⁷⁵

Zusammenfassend ist für den Erfolg dieses Modells entscheidend, dass einerseits der *Private Equity*-Investor Aktien beider Aktienkategorien in einem bestimmten Umfang zeichnet und dabei die grundsätzlichen Erfordernisse an einen Verkehrswert berücksichtigt werden. Andererseits ist – im Rahmen einer Einzelfallbetrachtung sowie unter Berücksichtigung von allfälligen Darlehen seitens des *Private Equity*-Investors, das Verhältnis zwischen Stamm- und Vorzugsaktien zu berücksichtigen.

d) *Zwischenfazit*

Bei der Ausgestaltung von *Sweet Equity*-Beteiligungen ist stets eine Berücksichtigung der konkreten Umstände des Einzelfalls erforderlich. So sind einerseits die zugrundeliegenden Ziele der Management-Beteiligung – insbesondere *skin in the game*, ein steuerfreier Kapitalgewinn beim Verkauf oder Rückgabeverpflichtungen – zu berücksichtigen. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass unabhängig des Darlehensmodells oder des Modells mit unterschiedlichen Aktienkategorien der *Private Equity*-Investor ein gewisses Volumen an Aktien zu zeichnen hat, damit die Management-Beteiligung als Verkehrswerttransaktion durch die Steuerbehörden akzeptiert wird. Zudem scheitert eine Beteiligung zu einem Verkehrswert, sofern Rückgabeverpflichtungen vereinbart werden.

⁷⁵ Vgl. Oesterhelt/Risi, 551.

6. Eine Management-Beteiligung als Mitarbeiteraktien

a) Grundsätzliches

Sofern die Aktien des Managements unter Berücksichtigung der vorstehenden Ausführungen nicht als Investorenaktien qualifiziert werden können, so unterliegt der geldwerte Vorteil im Zeitpunkt des Erwerbs der Aktien gemäss Art. 17b Abs. 1 DBG bzw. Art. 7d Abs. 1 StHG grundsätzlich der Besteuerung. Mangels vergleichbarem Drittpreis kann dieser aber nicht verlässlich ermittelt werden. Daher wäre eine Möglichkeit – in Analogie zu Ziff. 3.4.3 KS 37 – den Übergewinn aus der dem Drittvergleich nicht standhaltenden *Sweet-Equity*-Komponente im Zeitpunkt der Veräusserung als geldwerten Vorteil zu besteuern.⁷⁶ Auf welche Bemessungsgrundlage eine solche Besteuerung zu stützen wäre, ist jedoch im Rahmen der Schweizer Steuerpraxis nicht abschliessend geregelt. Daher wenden eine Vielzahl der Steuerverwaltungen in solchen Fällen das Formelwertprinzip an, wie dies bei einer üblichen Mitarbeiterbeteiligung zur Anwendung kommt. Es gilt jedoch zu beachten, dass gewisse Kantone auch nach Ablauf der Fünfjahresfrist eine Besteuerung des Übergewinns vorsehen.⁷⁷

Ein Sonderfall stellen Aktien dar, die wohl zu einem Drittpreis, aber nicht zu einem Verkehrswert erworben wurden, weil bspw. eine Rückgabeverpflichtung vereinbart wurde. Gemäss der aktuellen Zürcher Steuerpraxis können diese Aktien jederzeit an eine Drittpartei steuerfrei veräussert werden. Bei einer Veräusserung an die Gesellschaft, eine Gruppengesellschaft oder an den *Privat-Equity*-Investor unterliegt der Kapitalgewinn jedoch unabhängig der Haltedauer immer der Besteuerung. Die steuerliche Beurteilung von Aktien, die zu einem Drittpreis aber nicht zu einem Verkehrswert erworben wurden, weicht jedoch wesentlich zwischen den Kantonen ab.

Abschliessend stellt sich auch die Frage, wie ein allfälliger „Überverlust“ auf den Stammaktien des Managements, der im Vergleich zur negativen Wertentwicklung der Stammaktien und des Darlehens vom *Private-Equity*-Investor entsteht, zu behandeln ist. Aus steuersystematischer Sicht erscheint es in Anbetracht der Erwägungen zur Übergewinnbesteuerung angemessen, dem Ma-

⁷⁶ Zum Ganzen: Oesterhelt/Risi, 551 f.

⁷⁷ Gemäss Risi bilden die für das Management durch die *Sweet Equity*-Konstellationen geschaffenen finanziellen Anreize wirtschaftlich Mitarbeiteroptionen nach, sodass die Stammaktien als „eine Art Option“ bezeichnet werden können. Eine Beschränkung der Übergewinnbesteuerung auf fünf Jahre falle aus diesem Grund ausser Betracht. Vgl. Oesterhelt/Risi, 552.

nagement bei einem „Überverlust“ auf den Stammaktien einen Gewinnungskostenabzug zu gewähren.⁷⁸

b) *Strukturierungsmöglichkeiten von Mitarbeiteraktien*

In der Praxis liegt der Erwerbspreis regelmässig über dem steuerlich massgebenden Formelwert, weil bspw. das Management den gleichen Preis wie der *Privat-Equity*-Investor bezahlt, dieser aber nicht als Verkehrswert akzeptiert wird. Gemäss der aktuellen Steuerpraxis der meisten Kantone geht diese positive Differenz steuerlich ins Leere und wird bei der Übergewinnbesteuerung im Rahmen des Verkaufes nicht mehr berücksichtigt.⁷⁹ In diesem Fall empfiehlt es sich, im Rahmen eines Steuervorbescheides mit den Steuerbehörden eine spezifische Bewertungsformel zu vereinbaren, die möglichst den Erwerbspreis reflektiert und dadurch möglicherweise auch einen höheren Formelwert im Zeitpunkt der Veräusserung ermöglicht.⁸⁰ Da ein Formelwertgewinn in jedem Fall steuerfrei ausfällt, empfiehlt es sich, eine Formel zu wählen, die einen gewissen Hebel und dadurch einen wesentlichen Formelwertgewinn ermöglicht.

Eine weitere Strukturierungsmöglichkeit liegt in der Definition des Wasserfalls. Gewisse Steuerbehörden akzeptieren einen spezifischen Wasserfall als steuerlich massgebenden Veräusserungserlös, unabhängig wie dieser definiert ist. Gewisse Steuerbehörden setzen allerdings voraus, dass die Definition des Wasserfalls vor der Management-Beteiligung in den Statuten festgehalten ist. Vereinbarungen im Aktionärsbindungsvertrag werden regelmässig nicht akzeptiert.

Zusammenfassend lässt sich dadurch eine Besteuerung im Zeitpunkt der Zuteilung verhindern. Bei einer gut strukturierten *Sweet Equity*-Beteiligung kann dadurch auch die Besteuerung des Kapitalgewinnes bei einer Veräusserung mit einer Haltedauer von weniger als fünf Jahren optimiert werden. Nach Ablauf der fünfjährigen Haltefrist kann ein steuerfreier privater Kapitalgewinn realisiert werden. Ebenfalls nicht ausser Acht zu lassen ist die Strukturierungsmöglichkeit mit Gründeraktien.

⁷⁸ Oesterhelt/Risi, 551 f.; Art. 12 MBV.

⁷⁹ Eine andere und nach Ansicht der Autoren korrekte Herangehensweise verfolgen die Kantone Schwyz und St. Gallen, welche in solchen Situationen den Erwerbspreis an den Formelwert anpassen.

⁸⁰ Dies entspricht der Praxis der Mehrheit der Kantone, insbesondere des Kantons Zürich.

7. Co-Investments

Co-Investments sind insbesondere im Rahmen von *Private Equity*-Strukturen anzutreffen. Üblicherweise handelt es sich dabei um Instrumente, die das Management erst dann entschädigen, wenn die Gesellschaft verkauft wird oder an der Börse kotiert wird.⁸¹ Dem Management soll damit ein finanzieller Anreiz gegeben werden, an einem erfolgreichen Exit partizipieren zu können, ohne dass ihm weitreichende Eigentums- und Aktionärsrechte bzw. Mitwirkungsrechte zukommen.

Sofern eine Aktienbeteiligung als *Co-Investment* qualifiziert, dann liegt im steuerlichen Sinne lediglich eine Anwartschaft auf eine spätere vom Erfolg des geplanten Exits abhängige Teilnahme am gesteigerten Unternehmenswert vor. Daher qualifizieren aus einer steuerlichen Sicht Aktienbeteiligungen unter dem Titel von *Co-Investments* als unechte Mitarbeiterbeteiligung i.S.v. Art. 17c DBG bzw. Art. 7e StHG. Typische Merkmale für das Vorliegen einer unechten Mitarbeiterbeteiligung sind gegeben, wenn das *Co-Investment* in einem kausalen Zusammenhang mit dem Arbeitsverhältnis steht, dem Management durch das Instrument lediglich begrenzte Eigentums- und Aktionärsrechte (insbesondere Stimm- und Dividendenrechte) zugeteilt werden oder die Entschädigung erst im Zeitpunkt des Verkaufes bzw. Börsenganges abschätzbar sowie realisiert wird. Auch Übertragbarkeitsbeschränkungen und Verpfändungsverbote weisen auf das Vorliegen von *Co-Investments* hin.⁸²

Die Wertbestimmung für Steuerzwecke von Aktienbeteiligungen, die als *Co-Investment* qualifizieren, erfolgt erst im Zeitpunkt der Realisation. Ein hypothetischer Verkehrswert für die formell eingeräumten Beteiligungsrechte ist entsprechend von vornherein nicht massgeblich.⁸³ Somit kann das durch ein *Co-Investment* beteiligte Management bei der Veräusserung der Beteiligung keinen steuerfreien privaten Kapitalgewinn realisieren. Der ganze Kapitalgewinn unterliegt gemäss Art. 17c DBG bzw. Art. 7e StHG der Besteuerung.

Vor diesem Hintergrund ist bei einer Management-Beteiligung entscheidend, dass die Aktionärsrechte des Managements nicht eingeschränkt werden, um eine Umqualifikation der Aktienbeteiligung in ein *Co-Investment* zu vermeiden.

⁸¹ Urteil des Verwaltungsgerichts des Kantons Aargau WBE.2021.196 vom 7. Juni 2022, E. 2.3.

⁸² Vgl. Jäggi/Eberhard, Fall 2E.

⁸³ Urteil des Verwaltungsgerichts des Kantons Aargau WBE.2021.196 vom 7. Juni 2022, E. 2.4.4.

IV. Fazit

Sweet-Equity ist in der Praxis ein wesentlicher Bestandteil von *Private Equity*-Transaktionen. Denn für *Private Equity*-Investoren ist es zentral, ein motiviertes Management mit an Bord zu haben, welches sich für die Wertsteigerung des Unternehmens engagiert. Bei der Ausgestaltung von *Sweet Equity* handelt es sich in der Praxis oft um komplexe Kapitalstrukturen, wodurch sich die steuerliche Beurteilung schwieriger gestaltet.

Es zeigt sich, dass die steuerliche Beurteilung meist eine Einzelfallbetrachtung ist, wo Unterschiede zwischen den verschiedenen kantonalen Steuerpraxen zu berücksichtigen sind. Damit bei *Strip Investments* und *Sweet Equity* ein steuerfreier Kapitalgewinn erzielt werden kann, bedarf es aus ganzheitlicher Sicht Drittkonditionen, wobei die Strukturierung von entscheidender Bedeutung ist. Andernfalls können unter dem Titel von Mitarbeiteraktien Steuerfolgen resultieren.

Literaturverzeichnis

- Amberg Teddy, Management-Anreizsysteme in der Private-Equity-Industrie, Diss., Zug 2016.
- Bader Hanspeter, *Private Equity* als Anlagekategorie, Bern/Stuttgart/Wien 1996.
- Baier Michael, Unregulierte Rechtsformen zur Strukturierung von *Private Equity* Investitionen: eine Untersuchung anhand der Akquisitionsgesellschaften im Leveraged Management Buy-Out, Diss., Zürich 2019.
- Basler Kommentar zum Obligationenrecht I, in Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), 7. A., Basel 2020 (BSK OR I-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Brauchli Rohrer Barbara/Bühlmann Jonas, Der steuerfreie Kapitalgewinn – eine unendliche Geschichte, *Expert Focus* 04/2024, S. 212 ff.
- Brauchli Rohrer Barbara/Weber Philippe, Die steuerlichen Tücken der Mitarbeiterbeteiligung, *Denaris* 03/2016, S. 31 ff.
- Frey Martin/Leis Timo, Akquisitionsvehikel – Rechtliche und steuerliche Fragen, in: Dieter Gericke (Hrsg.), *Private Equity IV*, 2014, S. 69 ff.
- Frick Jürg, *Private Equity* im Schweizer Recht, *Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht* Nr. 272, Diss., Zürich 2009.
- Hainaut Jean-Marie/Koch Markus/Krützmann Pascal, Mitarbeiteraktien und (steuerfreier) Kapitalgewinn, *EF* 4/21 S. 204.
- Hammad Asif Muhammed/Sabater Annie, European private equity holding periods extend as exit activity slumps, S&P Global vom 28. September 2023, <<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/european-private-equity-holding-periods-extend-as-exit-activity-slumps-77643308>>.

- Hohaus Benedikt/Koch-Schulte Barbara, Manager in Private-Equity-Transaktionen, in: FS 10 Jahre Pöllath + Partners, 2008, S. 93 ff.
- Hongler Peter/Weder Josiane/Graf Ivo, Der steuerfreie Kapitalgewinn, Forum für Steuerrecht 2023/3.
- Jäggi Oliver/Eberhard Benno, Aktuelle Probleme der Besteuerung von Aktiengesellschaft und Aktionär, Fallbeispiele inkl. Lösungshinweisen, ISIS-Seminar 24/301a Unternehmenssteuerrecht 2024, 11./12. März 2024.
- Koch-Schulte Barbara/de Toma Michael, „Sweet Equity“: Zur disproportionalen Zeichnung von Kapitalinstrumenten bei Managementbeteiligungen, BB 04/2021, S. 215 ff.
- Kommentar zum Aargauer Steuergesetz, in: Klöti-Weber Marianne/Schudel Daniel/Schwarb Patrik (Hrsg.), 5. Auflage, Bern 2023 (zit.: Kommentar zum StG-AG-Martin, §26b N 4 ff.).
- Kommentar zum schweizerischen Steuerrecht, Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer (DBG), in: Zweifel/Beusch (Hrsg.), 4. A., Basel 2022 (zit.: DBG-Komm.-Vallucci/Zellweger, Art. 17a, N 48).
- Kommentar zum Zürcher Steuergesetz, in: Richner/Frei/Kaufmann/Rohner (Hrsg.), 4. A., Zürich 2021 (zit.: Richner/Frei/Kaufmann/Rohner, Art. 17b, N 14f. und Art. 17a, N 1a.).
- Oesterhelt Stefan/Betschart Philipp, Umqualifikation von Veräusserungsgewinn in Erwerbseinkommen, Fallbeispiele inkl. Lösungshinweise, ISIS-Seminar 23/304, 18./19. September 2023.
- Oesterhelt Stefan/Dubach Manuel, Mitarbeiterbeteiligungen bei nicht kotierten Unternehmen, StR 76/2021 S.2.
- Oesterhelt Stefan/Gammeter Thomas, Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen, Projectus Seminar, 18. März 2024.
- Oesterhelt Stefan/Risi Véronique, Steuerliche Behandlung von Sweet Equity, EF 10/23 S. 549 ff.
- Reichling Peter/Beinert Claudia/Henne Antje, Praxishandbuch Finanzierung, Wiesbaden 2005.
- Risi Andreas/Schmid Remo, Steuerliche Bewertung von aktienbasierten Finanzinstrumenten – Anreize für Mitarbeiter, ST 11/07, S. 886 ff.
- Schalast Christoph/Winter Dennis/Wedell Gregor, Interessenkonflikte und Incentivierung des Managements bei Management Buy-Outs mit Private Equity Investoren. Empirische Analyse aus Sicht der Unternehmensverkäufer, in: Saenger Ingo/Schewe Gerhard (Hrsg.), Forum Merger & Acquisitions 2012, S. 301 ff.
- Shobe Jarrod, Misaligned Interests in Private Equity, BYU Law Review, 2016/05, S. 1438 ff.
- Treuhand-Kammer (Hrsg.), Ausgewählte Fragen und Antworten bei der Beurteilung konzerninterner Forderungen, Cash Pooling und Dividenden im Hinblick auf Art. 680 Abs. 2 OR.

Tüxen Andreas/Mentzel Moritz, Die Geschäftsführung der Zielgesellschaft im Spannungsfeld zwischen Käufer und Verkäufer im Unternehmenskauf – unter besonderer Berücksichtigung des Urteils des OLG Düsseldorf vom 16.6.2016 – I-6 U 20/15, KStW 01-02.2017, S. 25 ff.

Vidal Karl Angelo/Sabater Annie, Private equity buyout funds show longest holding periods in 2 decades, S&P Global vom 22. November 2024, <<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/private-equity-buyout-funds-show-longest-holding-periods-in-2-decades-79033309>>.

Von Salis Ulysses, Private Equity Finanzierungsverträge, Funktion – Recht – Steuern, Zürich 2002.

Private Equity auf der Suche nach Public Targets – PIPE und Take Private

Dieter Gericke / Caspar Wehrle*

Inhalt

I.	Einleitung	128
II.	PIPE durch Private Equity-Investor	130
1.	Grundlagen	130
2.	Traditional PIPE / Non-Traditional PIPE	131
a)	Traditional PIPE	131
aa)	Common Stock PIPE	131
bb)	Preferred Equity PIPE	132
b)	Non-Traditional PIPE	133
3.	Rechtliche Themen	134
a)	Bezugsrechtsentzug und Discount unter dem neuen Aktienrecht	134
aa)	Vormalige Gesetzesnorm (aArt. 652b Abs. 2 OR)	134
bb)	Vorentwurf (aArt. 652b Abs. 2 OR)	135
cc)	Revision 2020 (Art. 652b Abs. 4 OR)	136
b)	Rechtliche Besonderheiten beim Preferred Equity PIPE	138
aa)	Bezugsrechtsentzug	138
bb)	Dividendenanspruch	138
cc)	Wandelrechte	139
III.	Public to Private-Transaktionen durch Private Equity-Investoren	141
1.	Grundlagen	141
a)	(Fast) Nur Barangebote	141
b)	(Fast) Nur freundliches Vorgehen zwecks vertiefter Due Diligence	141
c)	(Fast) Nur vollständige Übernahmen	142
d)	Wenige effektive Transaktionen trotz ausgeprägtem Interesse	143
2.	Herausforderungen aus Sicht der Private Equity Bieter	143
a)	Transaktionssicherheit	143
b)	„Certain-Funds“-Voraussetzung	145
c)	Due Diligence	146
d)	Debt-Push-Down	146

* Dieser Beitrag stützt sich auf den gleichnamigen Vortrag von Dieter Gericke (vorbereitet mit tatkräftiger Unterstützung von Thomas Romelli und Caspar Wehrle) anlässlich der 9. Tagung zu Private Equity des Europa Instituts an der Universität Zürich vom Januar 2024.

I. Einleitung

Das Marktumfeld für Private Equity-Buyouts und Venture Capital-Transaktionen ist schwieriger geworden. Nach dem Boom der Post-Covid-Phase in den Jahren 2021 und 2022 wurden die Märkte durch ökonomische Probleme, namentlich Inflation und Zinsenschub, geopolitische Spannungen zwischen den USA und China sowie die kriegerischen Konflikte in der Ukraine, Israel, Sudan und anderen Ländern sowie Säbelrasseln in Südamerika, Asien und Europa stark verunsichert. Dies führte zu tieferen Bewertungen an den Aktienmärkten. Es hat aber auch dazu geführt, dass die Manager von Private Equity-Fonds risikoaverser und selektiver geworden sind. Damit einher ging, dass potenzielle Verkäufer von Privatunternehmen nicht zu den niedrigen Bewertungen verkaufen wollten oder dass verschlechterte Finanzierungsbedingungen den Vorteil eines tieferen Kaufpreises wegfrassen. Im Venture Capital-Bereich wurde zudem oft gewartet, bis die Firmen irreversibel in Finanzproblemen steckten. Dies führte zu einem Rückgang der Anzahl und des Volumens von M&A- und Venture Capital-Transaktionen.¹

Unter dem Druck, die unter positiveren Vorzeichen eingesammelten Investorengelder zu investieren und angelockt durch tiefe Aktienkurse, haben sich Private Equity-Fonds vermehrt auf dem öffentlichen Markt umgeschaut. Vor allem die grossen Fonds waren auch im Schweizer Markt aktiv, um mögliche *Going Private*-Transaktionen, also öffentliche Übernahmen, zu prüfen. Es gab kaum eine kotierte Gesellschaft, die nicht in Bezug auf eine mögliche Übernahme analysiert wurde. Zusätzlich haben Aktionärsaktivisten immer wieder Gesellschaften „in play“ gebracht.² Darüber hinaus gab es auch bei den Publikumsgesellschaften ein Interesse an Private Equity-Investitionen zur Linderung von Liquiditätsschwierigkeiten oder für Wachstumsfinanzierungen.

Trotz dieser Trends, die Anwälten und Investmentbanken viel Arbeit beschert haben, gab es in beiden Bereichen nur sehr wenige tatsächliche Transaktionen. Zu nennen sind insbesondere die *Preferred Equity PIPE* (*Private Invest-*

¹ Vgl. Swiss M&A Industry Trends: Outlook 2024, Pressemitteilung von PwC vom 1. Februar 2024, abrufbar unter <<https://www.pwc.ch/en/insights/strategy/m-and-a-industry-trends-2024-outlook.html>>.

² Z.B. Temenos, vgl. Müller.

ments in Public Equity) von Global Blue,³ der gescheiterte Übernahmever such von SoftwareOne durch Bain Capital⁴, die Teilübernahme von GAM durch Rock Investments⁵ sowie die letztlich stark von Private Equity getriebene Kapitalerhöhung von Meyer Burger.⁶

An der Tagung zu Private Equity vom Europa Institut an der Universität Zürich im Januar 2024, anlässlich welcher auch der Vortrag gehalten wurde, der diesem Beitrag zugrunde liegt, wurde in einem Beitrag von Goldman Sachs ebenfalls dieser Trend hin zu Public Targets festgestellt, aber auch die Schwierigkeit Transaktionen tatsächlich durchzuführen. Dabei wurden die wirtschaftlichen Hintergründe erörtert, die einerseits das Interesse wecken, andererseits aber Transaktionen erschweren. Hauptgrund hierfür seien die ungünstigen Finanzierungsbedingungen nicht nur im Fremdkapitalbereich, sondern auch bei der Syndizierung von Eigenkapitalanteilen.

Unseres Erachtens spielen aber auch rechtliche Gründe eine Rolle, die für Private Equity-Interessenten zwar kein Hindernis darstellen würden, die aufgrund mangelnder Kenntnis und Vertrautheit oder unzureichender Beratung teilweise aber sehr grosse Herausforderungen darstellen und den öffentlichen Markt in der Schweiz für Private Equity anders als etwa in Grossbritannien oder den USA schwer zugänglich machen.

Im Folgenden wird zunächst auf PIPE-Transaktionen eingegangen. Dabei werden in einem ersten Schritt die Unterschiede zwischen traditionellen und nicht-traditionellen PIPEs diskutiert, um anschliessend auf den Einfluss des neuen Aktienrechts auf die Ausgestaltung von PIPEs sowie auf die Besonderheiten der Preferred Equity PIPE einzugehen. Darüber hinaus werden die Vorteile von *Public-to-Private*-Transaktionen durch Private Equity-Gesellschaften und die damit verbundenen Herausforderungen diskutiert.

³ Vgl. Investitionsvereinbarung über USD 225 Mio. betreffend wandelbare Vorzugsaktien mit den Investment Firmen Certares Opportunities und Knighthead Opportunities Capital Management, abrufbar unter <<https://www.globalblue.com/en/about-us/media/global-blue-completes-225-Million-strategic-growth-equity-investment-from-certares-and-knighthead>>.

⁴ Vgl. Ad-hoc-Mitteilung der SoftwareOne Holding AG vom 5. März 2024, abrufbar unter <<https://www.softwareone.com/de-ch/medienmitteilungen/2024/03/05/softwareone-statement-aktionaersgruppe-und-bain-capital>>.

⁵ Vgl. Ad-hoc-Mitteilung der GAM Holding AG vom 19. Oktober 2023, abrufbar unter <<https://www.gam.com/de/news-articles/press-releases/corporate/gam-holding-ag-announces-first-steps-in-turnaround>>.

⁶ Vgl. Ad-hoc-Mitteilung der Meyer Burger Technology AG vom 3. April 2024, abrufbar unter <<https://www.meyerburger.com/de/newsroom/artikel/meyer-burger-schliesst-ihre-kapitalerhoehung-mit-einem-bruttoerloes-von-20675-millionen-chf-erfolgreich-ab>>.

II. PIPE durch Private Equity-Investor

I. Grundlagen

Im Gegensatz zu einer öffentlichen Aktienplatzierung ermöglicht ein PIPE die Finanzierung einer kotierten Gesellschaft ohne die Risiken, dass sich zu wenige Investoren beteiligen oder dass sich der Aktienkurs zu stark nach unten bewegt. Zudem kann die Transaktion schnell und in der Regel ohne Prospekt durchgeführt werden. Der Investor profitiert auch davon, dass er eine gründlichere Due Diligence durchführen kann, als dies bei öffentlichen Platzierungen bzw. *Accelerated Book Buildings* der Fall ist. Zudem genießt der Investor eine gewisse Exklusivität und kommt in der Regel in den Genuss eines Emissionsdiscounts gegenüber dem aktuellen Börsenkurs. Dieser Emissionsdiscount kompensiert aber auch Risiken, namentlich die mögliche Illiquidität des Marktes für die (spätere) Aufnahme der PIPE-Aktien (vgl. unten) und das Risiko eines Kurszerfalls.⁷

Im Vergleich zu einer klassischen Private Equity-Investition sind daher folgende Unterschiede hervorzuheben:

- Aufgrund der Publizitätspflichten börsenkotierter Unternehmen und des jederzeit einsehbaren Marktpreises einer Aktie ist die Informationsasymmetrie bei einer PIPE-Transaktion reduziert.
- Bei Preisverhandlungen stellt sich nicht nur die Frage nach dem inneren Wert, sondern der transparente Marktpreis dient als zusätzliches Datenelement.
- Grundsätzlich kann ein PIPE-Investor – vorbehaltlich allfälliger *Lock-up*-Vereinbarungen – jederzeit über die Börse verkaufen. Dies bedeutet, dass sein Investment grundsätzlich liquide ist. In der Realität sieht es jedoch meist anders aus. Zwar kann jederzeit zu einem sehr tiefen Aktienpreis verkauft werden. Für einen Ausstieg zum aktuellen Börsenkurs reicht die Liquidität der kotierten Aktien jedoch oft nicht aus.

Auch im Vergleich zu öffentlichen Aktienemissionen gibt es Unterschiede:

- Ein PIPE-Investment überrascht den Markt in der Regel durch eine ad-hoc Mitteilung, wenn die Transaktion bereits unter Dach und Fach ist. Die Tatsache, dass eine Finanzierung zustande gekommen ist, und manchmal auch die Qualität des PIPE-Investors, können eine positive Signalwirkung haben, welche dem Investoren (aber auch den bestehenden Aktionären) bereits einen ersten Gewinn auf den Aktienwert beschert.

⁷ Zu PIPE-Transaktionen grundlegend: Gerhard, GesKR, 286 ff.; Gerhard, PIPE, 195 ff.; Liebi, 1 ff.

- Im Gegensatz zu öffentlichen Emissionen können PIPEs schnell, vertraulich und kostengünstig sowie mit geringeren Haftungsrisiken durchgeführt werden.
- Schliesslich bieten PIPE-Transaktionen eine höhere Sicherheit und Erfolgswahrscheinlichkeit bei der Kapitalbeschaffung als öffentliche Emissionen, die mit Unsicherheiten bezüglich Preis und Transaktionserfolg verbunden sind, und sie ermöglichen massgeschneiderte Lösungen.

2. Traditional PIPE / Non-Traditional PIPE

a) *Traditional PIPE*

aa) *Common Stock PIPE*

Das Konzept des PIPE ist seit vielen Jahren als Möglichkeit einer schnellen und kostengünstigen Platzierung bekannt. Das Bookbuilding erfolgt in der Regel sehr schnell und meist ohne öffentliche Ankündigung. Ein klassisches PIPE ist eine Unterform der Privatplatzierung, wobei im Gegensatz zum typischen *Private Placement* bei den PIPEs häufig nur ein bestimmter Investor oder allenfalls bis zu drei Investoren angesprochen werden und häufig auch nur mit einem ein Vertrag abgeschlossen wird.

Bei den traditionellen PIPEs werden typischerweise Stammaktien der Zielgesellschaft zu einem fixen Ausgabepreis (*Common Stock PIPE*) ausgegeben.

Solche traditionellen PIPEs dienen insbesondere der schnellen Kapitalbeschaffung, zur (Re-)Finanzierung eines Projektes, zur Wachstumsbeschleunigung, zum Bilanzausgleich oder zur Überbrückung eines finanziellen Engpasses (Liquidität).

Darüber hinaus kann ein PIPE aber auch Stabilität schaffen, indem sich der PIPE-Investor als *Cornerstone*- oder Ankerinvestor etabliert oder einen ausstiegswilligen Ankerinvestor ersetzt.

Grundsätzlich kann ein traditionelles PIPE auch von einem strategischen Investor durchgeführt werden. Ein aktuelles Beispiel ist die Investition von Tencent in Global Blue.⁸

⁸ Tencent Mobility Limited, ein Internet- und Technologieunternehmen, hat gegen Ende des Jahres 2023 eine strategische Kapitalbeteiligung in Höhe von 100 Millionen US-Dollar an der Global Blue Group Holding abgeschlossen, vgl. Pressemitteilung vom 16. November 2023, abrufbar unter <<https://ir.globalblue.com/news/news-details/2023/Global-Blue-Announces-100M-Strategic-Equity-Investment-From-Tencent/default.aspx>>.

bb) Preferred Equity PIPE

Anstelle von Stammaktien können dem Investor (wandelbare) Vorzugsaktien ausgegeben werden, die im Fall einer Liquidation, einer Dividendenzahlung oder einer Bezugsrechtsausgabe seitens der Zielgesellschaft ihren Eigentümern ein Vorzugsrecht einräumen (*convertible preferred stock*). Solche Konstrukte werden in der Praxis auch als Preferred Equity PIPEs bezeichnet und sind einer Venture Capital Investition bei einer privaten Gesellschaft nachempfunden.⁹

Diese Investitionsform dient häufig der Wachstums- oder Rettungsfinanzierung im weiteren Sinne. Darüber hinaus stellt sie in unsicheren Zeiten, wie wir sie derzeit erleben, eine Finanzierungsalternative für börsenkotierte Unternehmen dar.

Gegenüber dem herkömmlichen Common Stock PIPE hat die Ausgabe von Vorzugsaktien für PIPE-Investoren einige Vorteile:

- Die Vorzugsrechte beziehen sich insbesondere auf Dividenden und Liquidationserlöse. Damit kommt ein zinsähnliches Element hinzu.
- Da die Vorzugsaktien bei der Verteilung des Erlöses im Betrag des Vorzugsrechts gegenüber den anderen Aktien vorrangig sind, besteht zwar keine absolute, aber eine relative *Downside*-Sicherung. Gleichzeitig bleibt das *Upside*-Potenzial i.d.R. erhalten. Oft sind die Rechte des Vorzugsaktionärs nicht auf das Vorzugsrecht beschränkt, weshalb es sich typischerweise um sog. „*Participating Preferred Shares*“ handelt oder es ist eine Wandelung in Common Shares möglich, wenn dies einen Mehrerlös bringt.

Die Strukturierung des PIPEs mit Vorzugsaktien kann jedoch auch Nachteile für die PIPE-Investoren mit sich bringen, da Vorzugsaktien grundsätzlich nicht kotiert und nicht handelbar sind.¹⁰

Dieses Problem wird dadurch entschärft, dass das Preferred Equity PIPE meist eine Wandlungsmöglichkeit in (börsenkotierte) Stammaktien vorsehen. So kann ein ausstiegswilliger Investor zunächst wandeln und dann die Aktien regulär verkaufen.

⁹ Vgl. auch die Analyse von Preferred Equity PIPEs bei Gericke/Cochardt, 116 ff.

¹⁰ Theoretisch wäre es möglich, auch Vorzugsaktien als eigene Aktienkategorie zu kotieren und damit handelbar zu machen. In der Praxis geschieht dies jedoch kaum. Im Gegenteil, wird häufig sogar vorgesehen, dass die Vorzugsaktien für eine gewisse Zeit nicht veräußert werden dürfen (Lock-up).

b) *Non-Traditional PIPE*

Unter *Non-Traditional PIPEs*¹¹ werden solche verstanden, welche dem Investor im Gegensatz zu den *Traditional PIPEs* einen gewissen Investitionsschutz vor einem zukünftigen Verfall des Aktienkurses bieten. Bei dem *Traditional PIPE* wird der Emissionspreis bereits vor der Kotierung festgelegt. Die eigentliche Zeichnung erfolgt jedoch erst im Zeitpunkt der Kotierung der aus dem *PIPE* hervorgehenden Stammaktien, weshalb der *PIPE*-Investor während dieser Zeit das Kursverlustrisiko trägt. Beim *Non-Traditional PIPE* wird das Kursverlustrisiko zwischen Emissionspreisfestsetzung und Kotierung über Schutzmechanismen zugunsten der *PIPE*-Investoren mehrheitlich oder vollständig von der emittierenden Aktiengesellschaft getragen.¹² Aus diesem Grund ist diese Finanzierungsform besonders bei Investments in risikoreiche Unternehmen oder bei asymmetrischer Informationslage attraktiv.

Ein solcher Investitionsschutz lässt sich beispielsweise durch die Ausgabe eines Wandeldarlehens mit variablem Wandelpreis durch die Zielgesellschaft erreichen. Bei fallenden Aktienkursen wird der Wandelpreis gesenkt, was zu einer Verwässerung der Anteile bestehender Aktionäre führen kann.

Alternativ gibt es Wandeldarlehen mit *Reset*-Mechanismen, bei denen der Wandelpreis in festgelegten Intervallen oder bei bestimmten Ereignissen angepasst wird.

Das *Common Stock Reset-PIPE* ermöglicht es Investoren, bei Kursverlusten nach Transaktionsabschluss über Warrants zusätzliche Aktien zu beziehen.

Schliesslich können die Zielgesellschaften ein *structured equity line-PIPE* einrichten. Dieses ermöglicht es ihnen, kontrolliert und regelmässig neues Kapital zu beschaffen, während der Investor auf Arbitrage durch den Erwerb der Aktien unter Börsenkurs abzielt, vorausgesetzt, der Markt ist ausreichend liquide. Dies wird in der Schweiz gewöhnlich durch sog. *SEDA (Stand-by Equity Distribution Agreements)* erreicht.¹³

¹¹ Auch strukturiertes *PIPE* genannt.

¹² Vgl. Liebi, N 2; m.w.H. Pinedo Anna T./Tanenbaum James R., FAQ about *PIPEs*, abrufbar unter <https://www.sec.gov/info/smallbus/gbfor25_2006/pinedo_tanenbaum_pipefaq.pdf>.

¹³ Vgl. z.B. Jahresbericht 2014 der Santhera Pharmaceuticals Holding AG vom 5. Mai 2015, 57, abrufbar unter <https://www.santhera.de/assets/files/financial_reports/2014_santhera_annual_report.pdf>; zum Ganzen Gerhard, GesKR.

3. Rechtliche Themen

a) Bezugsrechtsentzug und Discount unter dem neuen Aktienrecht

Ein wichtiges Thema ist bei jedem PIPE die Notwendigkeit, das Bezugsrecht der übrigen Aktionäre auszuschliessen. Damit hängt auch die Frage zusammen, ob und in welcher Höhe den PIPE-Investoren ein Abschlag auf den aktuellen Aktienkurs gewährt werden darf.

Diese Fragen sind in der einschlägigen Literatur unter den Prämissen des alten Aktienrechts eingehend diskutiert worden.¹⁴

Der zugrundeliegende Art. 652b OR wurde im Rahmen der Aktienrechtsreform 2020 jedoch revidiert. Es stellt sich daher die Frage, ob weiterhin auf die bisherige Lehre und Praxis abgestellt werden kann.

aa) Vormalige Gesetzesnorm (aArt. 652b Abs. 2 OR)

aArt. 652b Abs. 2 OR sah vor, dass durch einen Bezugsrechtsentzug niemand „in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt“ werden darf. Das Gesetz enthielt keine explizite Regelung, welcher Ausgabepreis dabei massgebend sein sollte. Letztlich griff man auf aktienrechtliche Prinzipien zurück, welche die Interessen der Gesellschaft und der Aktionäre schützen. aArt. 652b Abs. 2 OR konkretisierte das in Art. 706 Abs. 2 Ziff. 2 OR verankerte Sachlichkeitsgebot, wonach die Beschränkung der Aktionärsrechte stets einer sachlichen Rechtfertigung bedarf. Ebenso zogen Art. 706 Abs. 2 Ziff. 3 OR und Art. 717 Abs. 2 OR mit dem Gleichbehandlungsgebot eine Grenze, die ebenfalls nur mit sachlicher Rechtfertigung überwunden werden konnte.¹⁵

Unter sachlicher Rechtfertigung ist in erster Linie die Abwägung der Interessen der Gesellschaft gegenüber den Interessen der (übrigen) Aktionäre zu verstehen. Das heisst, es ist zu fragen, ob das mit dem Bezugsrechtsausschluss und der Festlegung des Ausgabepreises verfolgte Interesse der Gesellschaft legitim ist und ob dieses Interesse die Interessen der Aktionäre an der Aufrechterhaltung des Bezugsrechts einerseits und an der Ausgabe ohne Abschlag (sog. „Discount“) andererseits überwiegt. Bei der Gewährung eines Discounts

¹⁴ Gericke, Mindestausgabebetrag, 230; Druey/Druey Just/Glanzmann, 157; von der Crone/Cathomas, 601; Gerhard, GesKR, 292 ff.

¹⁵ Allgemein: Böckli, § 1 N 308 f.; Gerhard, GesKR, 194 ff., 230 ff.; aBSK OR II-Isler/Zindel, Art. 652b N 13 ff., 22 ff. und 24 ff.; aBSK OR II-Truffer/Dubs, Art. 706, N 11 ff.; Gericke, Kapitalerhöhung, 241 ff.; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 40 N 215 ff.; Watter/Reutter, 8 sowie Knobloch, 354 ff. und 383 ff.

kommt es insbesondere auf die Erforderlichkeit an: Wenn eine Aktienplatzierung ebenso gut ohne Discount durchgeführt werden kann und sich auch sonst nichts ändert, sollte kein Abschlag gewährt werden.

In der Praxis wurde dies in erster Linie durch Marktkräfte bestimmt. Meist sind PIPE-Investoren nur bereit, ein Paket zu übernehmen, wenn ihnen ein gewisser Discount gewährt wird. Ob dieser Discount gerechtfertigt ist, musste immer im Einzelfall geprüft werden. Dennoch haben sich in der Lehre gewisse Faustregeln herausgebildet. So ging man in der Regel davon aus, dass ein Abschlag von bis zu 5% auf den aktuellen Kurs unproblematisch sei, dass bis zu 10% in der Regel noch in Ordnung seien und dass ein Abschlag von mehr als 10% besonders begründet werden müsse, z.B. mit der schwachen Marktnachfrage bei einem Sanierungsfall.¹⁶ So kam es in den Jahren 2016 bis 2019 zu Abschlägen mit einer Spanne von 1.5% bis 32.31%.¹⁷

Wie bereits erwähnt, durfte zudem die konkrete Situation nicht aus den Augen verloren werden: Je kleiner die relative Grösse einer PIPE-Emission, desto kleiner ist auch die potenzielle Verwässerung der Anteile der übrigen Aktionäre durch einen Discount. Werden z.B. 10% der Aktien einer Gesellschaft über eine PIPE zu einem Discount von 10% platziert, so beträgt die Verwässerung der übrigen Aktionäre nur 1%, was meistens vernachlässigbar ist.

Zu beachten war im alten Recht jedoch auch die Frage, ob die Zuteilung von Aktien ohne Bezugsrecht zu einer relevanten Machtverschiebung führen würde, die sich nicht durch das Gesellschaftsinteresse rechtfertigen liesse.¹⁸

Wesentlich war ferner auch die Bezugsgrösse, d.h. welcher Börsenkurs für die Ermittlung des Discounts im Nenner herangezogen wird. So kann der Vergleich mit dem letzten Börsenkurs je nach Volatilität willkürlich anmuten. Besser geeignet ist ein volumengewichteter Durchschnittskurs über einen bestimmten Zeitraum in der Vergangenheit.

bb) Vorentwurf (aArt. 652b Abs. 2 OR)

Der Vorentwurf zum OR 2014 enthielt erstmals explizite Vorschriften zur Höhe des Ausgabebetrags. VE-OR 2014, Art. 652b Abs. 4 sah folgende Bestimmung vor:

¹⁶ Gerhard, PIPE, 231 ff., m.w.H. und Analysen; siehe auch aBSK OR II-Isler/Zindel, Art. 652b, N 88, sowie Schenker/Schenker, 75.

¹⁷ Vgl. Vontobel, Aktiendiscounts bei Platzierungen (s. Tagungsunterlagen).

¹⁸ Vgl. Gerhard, GesKR, 297.

„Der Ausgabebetrag darf nur dann wesentlich tiefer als der wirkliche Wert der Aktien festgesetzt werden, wenn das Bezugsrecht handelbar ist oder sämtliche an der Generalversammlung vertretenen Aktionäre dem Ausgabebetrag zustimmen.“

Diese Regelung hätte die Durchführung von PIPE und andere Aktienaushaben ohne Bezugsrechtsgewährung erheblich erschwert und zu grosser Rechtsunsicherheit geführt. Der Vorrang eines statischen inneren Wertes, vor dem von einem oder mehreren Investoren gebotenen Marktpreis, hätte zu Komplikationen geführt, da meistens weder der Börsenkurs noch der Preis, zu dem ein Investor bereit ist, zu investieren, dem inneren Wert einer Aktie entspricht. Einziges Kriterium für die Zulässigkeit eines Discounts wäre gewesen, dass der Ausgabepreis nicht „wesentlich“ unter dem „wirklichen Wert“ der Aktie gelegen hätte. Um diesen „wirklichen Wert“ zu ermitteln, hätte eine aufwändige Unternehmensbewertung durchgeführt werden müssen. Dies wäre naturgemäss mit grossen Unsicherheiten verbunden gewesen. Schliesslich hätte man sich die Frage stellen müssen, was „wesentlich“ im Sinne des Gesetzes ist. Um beim Beispiel einer Gesellschaft zu bleiben, die 10% der Aktien mit einem Abschlag von 10% platziert, ergibt sich folgendes Bild: Aus Sicht des PIPE-Investors ist ein Abschlag von 10% sicherlich nicht unwesentlich. Aus Sicht der übrigen Aktionäre hingegen ist ein Verwässerungspotenzial von ca. 1% in der Regel nicht erheblich. Ausserdem wäre die PIPE-Investition als Möglichkeit zur Sanierung von Gesellschaften fast ausgeschlossen worden, weil sich der Börsenkurs von Gesellschaften in Notlage aufgrund der Möglichkeit in sicherere Titel zu investieren meistens sehr stark unter dem inneren Wert dieser Gesellschaften bewegt. Das alternative Erfordernis der Einstimmigkeit ist bei einer Publikumsgesellschaft zudem illusorisch. Dieser verwirrende Eingriff in die aktienrechtliche Gestaltungsfreiheit und die Marktkräfte wurde in der Lehre kritisiert.¹⁹

cc) *Revision 2020 (Art. 652b Abs. 4 OR)*

Der Bundesrat hat in der Botschaft 2016 auf die in der Vernehmlassung geäusserten Bedenken reagiert und auf die Regelung des Vorentwurfs verzichtet.²⁰ Stattdessen wurde das Sachlichkeitsgebot des bisherigen Rechts ausdrück-

¹⁹ Zum Ganzen: Gericke, Mindestausgabebetrag, 229 ff. Kritisch bezüglich der Starrheit dieses Regelungsvorschlags: Böckli, § 1 N 309, § 2 N 294b ff.; aBSK OR II-Isler/Zindel, Art. 652b, N 88. Kritisch bezüglich dem Erfordernis der Einstimmigkeit: Forstmoser/Küchler, 32, Fn. 163a; Glanzmann, 665 ff.; Böckli, § 2 N 294b.

²⁰ Botschaft des Bundesrates zur Änderung des Obligationenrechts vom 23. November 2016, BBl 2017, 16.077, 498 f.

lich auch auf die Festsetzung des Ausgabebetrags bezogen. So lautet Art. 652b Abs. 4 OR wie folgt:

„Durch die Einschränkung oder Aufhebung des Bezugsrechts oder die Festsetzung des Ausgabebetrags darf niemand in unsachlicher Weise begünstigt oder benachteiligt werden.“

(unterstrichener Teil ist neu)

Die Anteile der Aktionäre können somit im Grundsatz bei einer Kapitalerhöhung durch Aufhebung oder Einschränkung der Bezugsrechte unter Festsetzung des Ausgabepreises unter dem Börsenkurs (oder inneren Wert der Gesellschaft) verwässert werden. Dies darf jedoch nicht ohne sachlichen Grund geschehen. Mit anderen Worten hat auch nach neuem Recht ein überwiegendes, sachlich begründetes Gesellschaftsinteresse Vorrang vor hypothetischen Individualinteressen anderer Aktionäre. Oft haben diese tatsächlich ein Interesse an diesen PIPE-Transaktionen, weil sie z.B. die Gesellschaft finanziell stabilisieren oder ein beschleunigtes Wachstum ermöglichen, das für die Wert- und Kursentwicklung viel relevanter ist als eine kleine rechnerische (oft nicht tatsächliche, weil der Kurs in der Folge ansteigt) Wertverwässerung. Damit ist man zurück bei der Interessenabwägung und der Frage der Erforderlichkeit, um die Zielsetzungen der Gesellschaft zu erreichen. Ferner sind, wie nach altem Recht auch, weiterhin die allgemeinen aktienrechtlichen Grundsätze, namentlich der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre und der Grundsatz der schonenden Rechtsausübung, zu beachten.

Aufgrund der neuen gesetzlichen Formulierung stellt sich jedoch die Frage, ob die Beurteilung der Sachlichkeit der Aufhebung des Bezugsrechts einerseits und der Festsetzung des Ausgabebetrags andererseits nunmehr getrennt erfolgen muss. Aus unserer Sicht sind jedoch kaum praktische Beispiele denkbar, die es wirklich erlauben würden, die eine Frage, ohne die andere sinnvoll zu beantworten. Die sachliche Rechtfertigung eines Bezugsrechtsausschlusses kann kaum beurteilt werden, ohne dass auch der Ausgabebetrag bekannt ist. Umgekehrt lässt sich auch die Frage nach der sachlichen Rechtfertigung der Festsetzung des Ausgabebetrages, namentlich eines Abschlages zum Börsenkurs, nicht beantworten, ohne zu wissen, ob und inwieweit die Bezugsrechte der Aktionäre ausgeschlossen oder beschränkt sind, ob sie handelbar sind und so weiter. Wir kommen deshalb zum Schluss, dass die Frage des Bezugsrechtsausschlusses (weiterhin) in einem inneren Zusammenhang mit der Frage des Ausgabebetrags steht und die Analyse deshalb wie unter dem alten Aktienrecht in einer Gesamtbetrachtung beider Elemente und der ihnen zugrundeliegenden Begründungen zu erfolgen hat. Diese Auffassung scheint sich auch

in der Lehre, soweit sie sich dazu äussert, niederzuschlagen. Eine wesentliche Änderung oder Verschärfung gegenüber dem früheren Recht und der früheren Praxis wird nicht erkannt.²¹

b) *Rechtliche Besonderheiten beim Preferred Equity PIPE*

aa) *Bezugsrechtsentzug*

Die vorstehend diskutierte Frage des Zusammenhangs zwischen einem Bezugsrechtsentzug und der Festlegung des Ausgabepreises stellt sich bei jedem PIPE-Investment. Beim Preferred Equity PIPE hat sie jedoch eine etwas andere Dimension. Da bei den Preferred Equity PIPEs eine neue Aktienkategorie mit dem Vorteil des Vorzugsrechts und dem Nachteil der fehlenden Handelbarkeit eingeführt wird, ist ein Vergleich mit dem Börsenkurs der bestehenden Aktienkategorien nicht direkt möglich. Es kann auch nicht ohne weiteres davon ausgegangen werden, dass die bestehenden Aktionäre bereit oder in der Lage wären, solche nicht börsennotierten Vorzugsaktien selbst mit einem Discount zu erwerben. Dennoch müssen der Bezugsrechtsentzug und die Festlegung des Ausgabebetrages sachlich gerechtfertigt sein. Aufgrund der anderen Aktienstruktur besteht hier jedoch ein grösserer Rechtfertigungsspielraum als bei einem gewöhnlichen PIPE.

bb) *Dividendenanspruch*

Darüber hinaus stellen sich bei Preferred Equity PIPEs rechtliche Fragen, die sich bei herkömmlichen Common Stock PIPEs nicht stellen. Dazu gehören die Fragen, wie das Vorzugsrecht auf Dividenden abgesichert und wie das Recht auf Wandelung in Stammaktien ausgestaltet werden kann.²²

Art. 660 OR gewährt nur ein relatives Recht auf Dividende.²³ Dies bedeutet, dass die Aktionäre grundsätzlich nur dann einen Anspruch auf ihren Dividendenanteil haben, wenn überhaupt eine Dividende beschlossen werden kann und beschlossen wird. Beschliesst eine Gesellschaft nach Durchführung einer Preferred Equity PIPE nie eine Dividende, so kommt der PIPE-Investor auch nie in den Genuss seines Vorzugsrechts. Etwas anderes gilt nur dann, wenn die Aktionäre trotz Dividendenfähigkeit der Gesellschaft dauerhaft ausgetrocknet werden.²⁴

²¹ Vgl. aBSK OR II-Isler/Zindel, Art. 652b, N 22a f.

²² Vgl. dazu eingehend Gericke/Cochardt, 116 ff.

²³ Vgl. BSK OR II-Balkanyi/Neuhaus, Art. 660, N 9.

²⁴ Urteil des Bundesgerichts 4A_475/2009 vom 5. März 2010; Dazio/von der Crone, 236 ff.

Es gibt indessen Ausgestaltungen, welche die Chancen auf eine (Vorzugs-)Dividende erhöhen. Sind Grossaktionäre vorhanden, können diese vertraglich verpflichtet werden, einem Dividendenbeschluss der Gesellschaft zuzustimmen. Auch kann in den Statuten ein Traktandierungsrecht der Vorzugsaktionäre für den Dividendenbeschluss vorgesehen werden. Fraglich ist, ob die Gesellschaft vertraglich verpflichtet werden kann, eine Dividendenzahlung zu traktandieren und über den Verwaltungsrat einen entsprechenden Antrag zu stellen, sofern bilanziell die Dividendenfähigkeit gegeben und auch die Liquidität der Gesellschaft nicht gefährdet ist. Unseres Erachtens ist dies zu bejahen, wobei eine solche Pflicht ihre Grenzen in den Gläubigerschutzbestimmungen und in den Sorgfaltspflichten des Verwaltungsrates bei der Finanzplanung sowie der Festlegung und Umsetzung der Strategie finden muss.

Eine weitere Sicherungsmöglichkeit besteht in der kumulativen Ausgestaltung des Vorzugsdividendenanspruchs (sog. „*Cumulative Dividend*“) durch Verankerung eines Nachbezugsrechts i.S.v. von Art. 656 Abs. 2 OR in den Statuten. Dieses führt dazu, dass ein mangels Dividendenzahlung in einem Jahr nicht ausbezahlter Vorzugsanspruch auf den Vorzugsanspruch der Folgejahre hinzugerechnet wird. Damit wird die Vorzugsdividende zwar nicht jedes Jahr ausbezahlt, es besteht aber die Chance, dass eine ausgefallene Vorzugsdividende später nachbezahlt wird. Schliesslich kann als Ersatzmassnahme vorgesehen werden, dem PIPE-Investor für den Fall, dass keine Dividende ausgeschüttet wird und er keine Vorzugsdividende erhält, das Recht einzuräumen, zusätzliche Aktien zum Nennwert zu zeichnen und ihn so für diesen Ausfall zu entschädigen.

cc) *Wandelrechte*

Das schweizerische Aktienrecht kennt nach wie vor keine echten Wandelaktien.²⁵ Ob ein statutarisches Wandelrecht vorgesehen werden kann, ist fraglich.²⁶ Im Übrigen kann ein Wandelrecht nur durch Aktientausch oder durch Vernichtung von Vorzugsaktien bei gleichzeitiger Neuausgabe von Stammaktien vollzogen werden. Von diesen Möglichkeiten machen die Preferred Equity PIPE Gebrauch. Zum einen wird vertraglich geregelt, dass der Investor seine Aktien der Gesellschaft gegen Übertragung von Stammaktien andienen kann. Zum anderen wird dieses Recht durch eine entsprechende Statutenbestim-

²⁵ M.w.H. Gerhard, GesKR, 288; Gericke/Marti, 93 ff.

²⁶ Dafür von Salis-Lütolf, der sich aufgrund des Grundsatzes der Privatautonomie der Statutenbestimmungen für die gesellschaftsrechtliche Zulässigkeit von statutarischen Umwandlungsklausel ausspricht (von Salis-Lütolf, 214 f.).

mung untermauert. Bei den zu liefernden Stammaktien kann es sich um bereits bestehende *Treasury Shares* oder auch um neu zu schaffende Stammaktien aus einem Kapitalband oder bedingtem Kapital handeln.²⁷

In diesem Zusammenhang kann die Wandlung auch durch die Vernichtung und Neuausgabe der jeweiligen Aktienkategorien durchgeführt werden. Dies setzt jedoch voraus, dass die Gesellschaft über ein Kapitalband verfügt, welches dies zulässt. Sofern diese statutarische Grundlage gegeben ist, können auf Verlangen des Vorzugsaktionärs seine Vorzugsaktien durch Herabsetzung des Aktienkapitals im Kapitalband vernichtet und unter gleichzeitiger Erhöhung durch Stammaktien wieder aufgefüllt werden (sog. solvente Harmonika).²⁸

Sollen die Vorzugsaktien in einem Kapitalband vernichtet werden, so stellt sich die Frage, ob i.S.v. Art. 654 Abs. 2 und 3 OR eine Sonderversammlung der Vorzugsaktionäre hierüber befinden muss.²⁹

Die Vernichtung von Aktien durch Kapitalherabsetzung der Aktien eines Investors ändert eigentlich nichts an den grundsätzlichen Rechten oder an der Ausgestaltung dieser Aktienkategorie. Die gesetzliche Regelung über die Sonderversammlung ist unseres Erachtens denn auch nicht sachgerecht. Sie ist zum einen zu wenig zielgerichtet, weil nicht die Zustimmung des betroffenen Vorzugsaktionärs erforderlich ist, sondern ein Mehrheitsbeschluss der Sonderversammlung ausreicht. Zum anderen geht sie zu weit, weil etwaige andere Vorzugsaktionäre, die vom Umwandlungsprozess gar nicht betroffen sind, ebenfalls mitstimmen können. Unseres Erachtens bedarf es daher nur, aber immerhin, der Zustimmung des betroffenen Vorzugsaktionärs. Verlangt dieser die Umwandlung selbst, so fehlt es zudem schon an der Voraussetzung der unfreiwilligen Beeinträchtigung i.S.v. Art. 654 Abs. 2 OR. Im Übrigen kann die Zustimmung zur Umwandlung im Rahmen der Privatautonomie auch bereits bei der Schaffung der Vorzugsaktien vertraglich vereinbart werden, indem der Gesellschaft das Recht eingeräumt wird, die Vorzugsaktien zu einem späteren Zeitpunkt einzuziehen und durch Stammaktien zu ersetzen.

²⁷ Vgl. Art. 30b Abs. 4 Statuten Global Blue: „Die Gesellschaft ist im Rahmen des gesetzlich Zulässigen ermächtigt, alle oder einen Teil der Vorzugsaktien der Kategorie A gegen Bargeld und/oder Stammaktien (aus dem Eigenbestand oder Stammaktien aus Kapitalband) auf der Basis einer Vereinbarung mit den Vorzugsaktionären, welche den Vorzugsaktionären Andienungsrechte und der Gesellschaft Erwerbs- und Rückkaufsrechte einräumt, zu erwerben („Eintauschvereinbarung“).

²⁸ M.w.H. Gericke, Aktienrechtsreform und Private Equity, 125 ff.

²⁹ Allgemein zur Sonderversammlung der Vorzugsaktionäre, BSK-OR II-Martin Liebi, Art. 654, N 77 ff.

III. Public to Private-Transaktionen durch Private Equity-Investoren

i. Grundlagen

Wird eine börsennotierte Gesellschaft durch oder mit Hilfe eines Private Equity-Fonds erworben, spricht man in der Regel von einer *Going Private*-, *Take Private*- oder *Public-to-Private* (P2P)-Transaktion. Technisch handelt es sich in der Schweiz in den meisten Fällen um öffentliche Kaufangebote i.S.v. Art. 125 ff. FinfraG (*Tender Offer*). Dabei gibt es Aspekte, die bei solchen von Private Equity gesponserten Übernahmen eine besondere Ausprägung erfahren:

a) *(Fast) Nur Barangebote*

In der Regel können Private Equity-Sponsoren nur Barangebote machen, weil sie über keine Wertpapiere verfügen, die sie anbieten könnten.

b) *(Fast) Nur freundliches Vorgehen zwecks vertiefter Due Diligence*

Private Equity-Häuser sind oft faktisch gezwungen, „freundlich“ vorzugehen, d.h. die Unterstützung des Verwaltungsrats zu gewinnen. Dafür gibt es mehrere Gründe, der Hauptgrund ist jedoch das Bedürfnis nach einer gründlichen Due Diligence: Im Hinblick auf die Finanzierung und Refinanzierung sowie die Verzinsung ihrer Finanzierung und auch zur Untermauerung ihrer sehr hohen Wertsteigerungserwartungen möchten sie auf eine ausserordentlich detaillierte Due Diligence zurückgreifen, die manchmal weiter geht als bei einer privaten Kauftransaktion.

Natürlich kann sich ein Verwaltungsrat dazu entscheiden, einem zunächst unfreundlich eröffnenden Private Equity-Sponsor die Türen für eine Due Diligence zu öffnen.³⁰

Neben der Due Diligence-Thematik kann grundsätzlich ein erhöhtes Risiko des Scheiterns einer Transaktion bestehen, wenn die Annahme vom Verwaltungsrat nicht empfohlen wird. Allerdings haben die Empfehlungen des Verwaltungsrats in der Praxis wenig Einfluss auf das Andienungsverhalten der Aktionäre. Zudem ist dies ein Risiko, das jeder Übernehmer zu tragen hat.

³⁰ Vgl. die Ad-hoc-Mitteilung der SoftwareOne Holding AG vom 24. Juli 2023, abrufbar unter <https://www.softwareone.com/en/media-releases/2023/07/24/softwareone-bod-rejects-revised-offer-from-bain-capital-initiates-strategic-review>; zu P2P-Transaktionen grundlegend: Tschäni/Diem, LBO, 55 ff.

Ferner besteht ein gewisses Risiko, dass die Finanzierungskosten höher ausfallen oder dass die Banken aus Reputationsgründen nicht finanzieren wollen, wenn die Unterstützung der Gesellschaft, vertreten durch den Verwaltungsrat, nicht gegeben ist. Erfahrungsgemäss ist dies jedoch nicht von grosser Relevanz.

Private Equity-Bieter können zudem bei entsprechender Due Diligence die Finanzierungskosten senken und den Fremdkapitalanteil erhöhen (Leverage-Effekt), wenn die Zielgesellschaft über Vermögenswerte verfügt, die neben den Anteilen an der Zielgesellschaft selbst als Sicherheit für eine spätere Refinanzierung dienen können.

Schliesslich können durch eine vertiefte Due Diligence versteckte Risiken aufgedeckt werden. Bei einer öffentlichen Übernahme ist es praktisch ausgeschlossen, im Schadensfall nach Vollzug der Transaktion auf die Verkäufer, also die Publikumsaktionäre, zurückzugreifen. Eigentlich wären solche Going Private-Transaktionen daher ein ideales Einsatzgebiet für W&I/R&W-Versicherungen. Zumindest in der Schweiz ist uns jedoch keine öffentliche Übernahme bekannt, bei der eine M&A-Versicherung zum Einsatz gekommen wäre.

c) *(Fast) Nur vollständige Übernahmen*

Komplexe Refinanzierungen und Restrukturierungen oder der Zusammenschluss mit anderen Portfoliogesellschaften werden wesentlich erleichtert, wenn keine Rücksicht auf eine verbleibende, vertraglich nicht gebundene Minderheit auf Ebene des Targets genommen werden muss. Der Zinsdienst und die Amortisation des Fremdkapitals erfolgt nach der Übernahme durch den Private Equity-Fonds aus den Ertragsströmen der Zielgesellschaft (*Free Cashflow*). Auch dieser Zugriff wird erschwert, wenn noch Minderheiten vorhanden sind (welche gleich zu behandeln sind). Deshalb streben Private Equity-Investoren in der Regel eine vollständige Übernahme an.

Eine vollständige Übernahme ist jedoch nicht zwingend. Es gibt verschiedene Beispiele von Buyout-Fonds, die sich mit einer Minderheits- oder Mehrheitsbeteiligung begnügen.³¹ Zudem hat das Verbleiben einer Minderheit den

³¹ Z.B. KKR bei SoftwareOne: Pressemitteilung von KKR vom 6. Oktober 2015, abrufbar unter <https://media.kkr.com/rss-feed/news-release/?news_id=68e4664d-1166-446a-878e-32e83f0f66d7&type=1>; JBF Finance SA bei Bobst Group SA: Ad-hoc-Mitteilung der Bobst Group SA vom 14. November 2022, abrufbar unter <<https://investors.bobst.com/en/ad-hoc-releases/detail/article/1668171232-bobst-group-sa-has-decided-to-apply-for-a-delisting-of-its-shares-from-six-swiss-exchange>>; Rock Investment bei GAM: Ad-hoc-Mitteilung der GAM Holding AG vom 19. Oktober 2023, abrufbar unter <<https://www.gam>>.

Vorteil, dass nicht die gesamte Übernahme von Anfang an finanziert werden muss.

d) *Wenige effektive Transaktionen trotz ausgeprägtem Interesse*

Trotz grossem Interesse gab es in der Schweiz nur wenige erfolgreiche Transaktionen von Private Equity-Sponsoren. Zu nennen sind etwa das Teilangebot von Newgame (einem Akquisitionsvehikel von Rock Investment) an die GAM Holding AG im Jahr 2023, das nicht auf den Erwerb einer Mehrheit abzielte, die öffentliche Übernahme der Kuoni Reisen Holding AG durch EQT Holding im Jahr 2016, die Übernahme der Acino Holding AG durch Avista Capital und Nordic Capital im Jahr 2013. Gescheitert sind hingegen die Übernahme der Forbo Holding AG durch CVC Capital im Jahr 2005 oder die Übernahme der SoftwareOne Holding AG durch Bain Capital im Jahr 2023/24.

Wie eingangs dargelegt, ist die derzeit sehr spärliche Umsetzungsquote einerseits auf ein ungünstiges Finanzierungsumfeld und andererseits auf die im Folgenden aufgeführten Hürden im rechtlichen Umfeld zurückzuführen.

2. Herausforderungen aus Sicht der Private Equity Bieter

Das schweizerische Übernahmeumfeld stellt alle Anbieter, insbesondere aber Private Equity-Bieter, vor Herausforderungen, die mitunter abschreckend wirken oder zum Scheitern der Transaktion führen können. Diese Herausforderungen liegen insbesondere in den Bereichen Transaktionssicherheit, *Certainty of Funds*, *Due Diligence* und *Debt Push Down*.

a) *Transaktionssicherheit*

Öffentliche Übernahmen sind komplex, und dauern, bis sämtliche behördlichen Bewilligungen eingetroffen sind, oft sehr lange. Nach einem Vorlauf von drei bis sechs Monaten bis zur Voranmeldung (d.h. bis zur ersten Ankündigung) dauert die eigentliche Transaktion oft weitere sechs bis 15 Monate. Ein Private Equity-Bieter hat daher ein grosses Interesse daran, die Transaktionssicherheit zu erhöhen. Auf einige wesentliche Aspekte in diesem Zusammenhang wird im Folgenden eingegangen:

- Bestehende Grossaktionäre können für die Übernahme selbst keine sogenannten „*hard irrevocables*“ eingehen. Dies bedeutet, dass sie im Falle eines konkurrierenden Angebots von ihren Andienungspflichten zurück-

[com/de/news-articles/press-releases/corporate/gam-holding-ag-announces-first-steps-in-turnaround](https://www.com/de/news-articles/press-releases/corporate/gam-holding-ag-announces-first-steps-in-turnaround)>.

treten können. Dies ist in erster Linie auf die Praxis der Übernahmekommission und der FINMA zurückzuführen, wonach Andienungsvereinbarungen im Falle eines Konkurrenzangebots widerrufbar sind.³²

- I.d.R. erlaubt die Übernahmekommission die Ansetzung der Schwelle für die Andienungsbedingung bei gut zwei Drittel, aber nicht auf dem Niveau der Squeeze-out-Schwellen von 90% (Abfindungsfusion [Squeeze-Out Merger], Art. 8 FusG) bzw. 98% (börsenrechtliche Kraftloserklärung, Art. 137 FinfraG). Somit besteht ein gewisses Risiko, dass ein Erwerb von 100% nicht möglich ist, die Transaktion aber dennoch vollzogen werden muss.³³
- Die Übernahmekommission lässt in ständiger Praxis *Break-Fees* zu. Dies bedeutet, dass ein Private Equity-Bieter mit der Zielgesellschaft im *Transaction Agreement* vereinbaren kann, dass die Zielgesellschaft eine Entschädigung bezahlt, falls die Transaktion aus bestimmten Gründen nicht zustande kommt. Dazu gehört insbesondere der Fall, dass ein konkurrierender Bieter den Zuschlag erhält. Die Übernahmekommission lässt solche Break-Fees in der Regel zu, sofern sie nicht über eine grobe Schätzung der voraussichtlichen Kosten der Übernahme hinausgehen. Die eigenen Kosten des Anbieters, namentlich der Managementaufwand sowie die Opportunitätskosten, die durch die Blockierung der notwendigen Finanzierungskapazität entstehen, können nach derselben Praxis jedoch nicht mittels einer Break Fee abgegolten werden.³⁴

Allerdings sind diese Problembereiche zu relativieren:

- So werden die Squeeze-Out-Schwellen bei marktüblichen Prämien in praktisch allen Fällen erreicht, zumindest durch weitere Zukäufe über die Börse nach Vollzug der Transaktion.
- Das Risiko, dass nach Veröffentlichung eines Angebots noch ein konkurrierender Bieter auf den Plan tritt, ist heutzutage gering, da in der Regel eine Vorauktion stattfindet.
- Im Vorfeld einer Transaktion können Drittbietter zudem durch Lock-ups und Sprechverbote (sog. *No shop* und *No talk*-Verpflichtungen) für Grossaktionäre abgeschreckt werden. Dies war etwa der Fall bei SoftwareOne im Jahr 2023, wo sich Aktionäre, die zusammen 29% der Aktien hielten, exklusiv gegenüber Bain Capital verpflichteten und dies auch kommuniziert wurde. Eine solche Vereinbarung dürfte zwar hinfällig werden, wenn tatsächlich ein konkurrierendes Angebot zumindest formell angekündigt wird. Da die Vorbereitung einer Transaktion jedoch Zeit braucht, die Due Di-

³² M.w.H.: Tschäni/Diem, LBO, 84.

³³ Vgl. Schärer/Gericke/Fankhauser, 244 f.; m.w.H.: Tschäni/Diem, Megadeals, 27 f.

³⁴ M.w.H.: Tschäni/Diem, LBO, 81 f.; mit Beispielen: Tschäni/Diem, Megadeals, 58 f.

ligence mit hohen Kosten verbunden ist und auch Gespräche mit einem Aktionärsblock erforderlich sind, kann dieses Vorgehen das Interesse potenzieller Interessenten jedoch dämpfen. Die Kehrseite eines solchen Vorgehens ist denn auch, dass eine effektive Vorauktion nicht wirklich möglich ist, wodurch unabhängigen Bewertungsüberlegungen (Stichwort *Fairness Opinion*) auf Seiten des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft ein sehr hohes Gewicht zukommt und konkurrierende Angebote doch nicht gänzlich ausgeschlossen werden können.

b) „*Certain-Funds*“-Voraussetzung

Gemäss Art. 20 Abs. 1 UEV muss die effektive Bezahlung des Kaufpreises eines öffentlichen Übernahmeangebots ab dem Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospekts sichergestellt sein (sog. *Certainty of Funds*).³⁵ Dies ist von der Prüfstelle zu bestätigen.³⁶ Diese Sicherstellung muss bis zur tatsächlichen Durchführung aufrechterhalten werden. Da dieser Zeitpunkt nicht verlässlich prognostiziert werden kann, müssen neben der regulären Finanzierung oft teure *Bridge Loan*-Fazilitäten eingerichtet werden, die allein dem Zweck dienen, die *Certainty of Funds* sicherzustellen. Selbst wenn ein attraktives Konkurrenzangebot unterbreitet wird, kann der Erstbieter nicht mehr aussteigen. Die früher vorgesehene Rückzugsmöglichkeit des Erstanbieters wurde mit der Revision der UEV gestrichen. Zudem verlängert sich bei einem späteren Konkurrenzangebot die Angebotsfrist des vorangehenden Angebots entsprechend.³⁷ Finanzierungs- und Opportunitätskosten fallen somit auch dann an, wenn ein Angebot chancenlos geworden ist.

Nichtsdestotrotz ist auch dieses Problem zu relativieren. Erreicht ein Bieter aufgrund eines erfolgreichen Konkurrenzangebots nicht die Schwelle seiner Andienungsbedingung, so kann er zu diesem Zeitpunkt, d.h. nach Ablauf der regulären Angebotsfrist³⁸, von seinem Angebot zurücktreten, eine allfällige Break Fee kassieren und sich die weiteren Kosten sparen.

³⁵ Zum Ganzen: Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 20, N 1 ff.

³⁶ Art. 27 Abs. 1 der Verordnung der Übernahmekommission vom 21. August 2008 (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1).

³⁷ Art. 51 Abs. 1 UEV, zum Ganzen: Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 51, N 7 ff.

³⁸ Muss parallel ein Angebot in den USA gemacht werden, ohne dass die Ausnahmen greifen, endet die Angebotsfrist erst, wenn alle Bedingungen erfüllt sind oder auf sie verzichtet wurde. Folglich muss wohl auch die Finanzierung bis zu diesem Zeitpunkt aufrechterhalten werden; vgl. Syngenta, wo die Anbieterin insgesamt sieben Mal verlängert hat, siehe Verfügung der Übernahmekommission vom 4. Mai 2017, abrufbar unter <https://www.take-over.ch/transactions/detail/nr/0624>.

c) *Due Diligence*

Wie bereits erwähnt, ist eine detaillierte Due Diligence für die Bewertung, die Erstellung des Businessplans und die Finanzierung des Private Equity-Anbieters von grosser Bedeutung. In früheren Jahren waren kotierte Gesellschaften sehr zurückhaltend bei der Gewährung einer Due Diligence, die über die öffentlich bekannten Informationen sowie Präsentationen des Managements hinausging. Als Gründe dagegen wurden i.d.R. die Gleichbehandlung der Anleger sowie die Pflicht zur Gleichbehandlung allfälliger Konkurrenten i.S.v. Art. 49 UEV ins Feld geführt. In der jüngeren Vergangenheit wurde hingegen häufig eine sehr detaillierte Due Diligence gewährt, um höhere Angebotspreise oder überhaupt ein Angebot zu ermöglichen. Die Erstellung eines Datenraums oder einer Managementpräsentation kann jedoch bei vertraulicher Vorbereitung sehr aufwändig sein. Damit sind der Due Diligence *de facto* Grenzen gesetzt, es sei denn, die Parteien sind bereit, die Öffentlichkeit des Prozesses mit ihren Auswirkungen auf den Aktienkurs und den Mindestpreis in Kauf zu nehmen.³⁹

Auch diese Risiken lassen sich relativieren. Viele Zielgesellschaften sind heute vorbereitet und unterhalten zum Teil einen permanenten Datenraum oder haben durch elektronische Ablagesysteme ohnehin einen zentralen Zugriff auf ihre Dokumente. Was die Gleichbehandlung konkurrierender Bieter anbelangt, so kommt diese erst zum Tragen, wenn ein konkurrierender Bieter tatsächlich formell ein Angebot abgibt. Und selbst dann können bei der Übernahmekommission Ausnahmen von der Gleichbehandlung beantragt werden. So kann man z.B. nicht gezwungen werden, Daten an Konkurrenten herauszugeben, wenn dies wettbewerbsrechtlich unzulässig wäre.⁴⁰

d) *Debt-Push-Down*

Die Schweiz kennt keine Steuerkonsolidierung. Dies bedeutet, dass innerhalb eines Konzerns die eine Gesellschaft Gewinne erzielen kann, die voll besteuert werden, und eine andere Gesellschaft Verluste erzielt, welche steuerlich nicht mit den Gewinnen der anderen Gesellschaft verrechnet werden können. Da von Private Equity gesponserte Übernahmen in hohem Masse mittels Fremdkapital finanziert werden, besteht ein Interesse daran, diese Schulden- und Zinszahlungen innerhalb der Gruppe auf ein Niveau zu bringen, auf dem sie steuerlich abzugsfähig sind. Dieses Hinunterdrücken von Schulden wird als *Debt-Push-Down* bezeichnet.

³⁹ M.w.H.: Tschäni/Diem, LBO, 64 ff.

⁴⁰ Zum Ganzen: Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. 49, N 9 ff.

Nun kann eine Schweizer Gesellschaft nicht einfach so Schulden einer Mutter- oder Schwestergesellschaft übernehmen. Vielmehr gibt es Grenzen aufgrund der schweizerischen „*Financial Assistance*“-Restriktionen. Diese ergeben sich namentlich aus den Gläubigerschutzvorschriften nach Art. 725 ff. OR, den Rückforderungsansprüchen gemäss Art. 678 OR sowie der Regulierung von Dividendenzahlungen (nur aus frei verfügbaren Reserven gestützt auf eine revidierte Bilanz, Generalversammlungsbeschluss etc.). Somit bietet sich in erster Linie die Dividende als Instrument zur Umsetzung eines Debt-Push-Down an. Anstatt die Dividende in bar an die Muttergesellschaft auszuzahlen, übernimmt die Tochtergesellschaft in Höhe des entsprechenden Betrags eine Schuld der Muttergesellschaft, wodurch die Schuld auf Ebene der Tochtergesellschaft bestehen bleibt.

Allerdings machen die Steuerbehörden einem solchen Vorgehen oft einen Strich durch die Rechnung: Je nach Ausgestaltung des Debt-Push-Down verweigern sie den Schuldzinsenabzug für mindestens fünf Jahre oder länger. Dies mit fragwürdigen Argumenten der Steuerumgehung oder des fehlenden Kausalzusammenhangs zwischen der Verbindlichkeit und dem Betrieb der (neuen) Schuldnergesellschaft.⁴¹

Obwohl es sich um ein Dauerproblem handelt, finden sich in der Praxis manchmal Wege für eine akzeptable Strukturierung. Dies erfordert jedoch eine aufwändige Analyse sowie oftmals eine komplexe Strukturierung und Tax Rulings. Dabei besteht die praktische Schwierigkeit bei Übernahmen durch Private Equity-Sponsoren manchmal darin, dass vor einem verbindlichen Angebot diesbezüglich keine Rechtssicherheit geschaffen werden kann. Ein Übernehmer muss daher damit rechnen, dass ihm ein Debt-Push-Down nicht oder nicht in ausreichendem Umfang/Ausmass gelingt, was die Kosten erhöht und sich letztlich negativ auf den möglichen Angebotspreis auswirkt.

IV. Würdigung

Wie eingangs erwähnt, gab es in den Jahren 2022 bis ins erste Halbjahr 2024 ein überaus grosses Interesse von Private Equity-Sponsoren, sich an börsenkotierten Unternehmen über PIPEs oder Akquisitionen zu beteiligen. Obwohl zum Teil erhebliche Anstrengungen unternommen wurden, kam es kaum zu erfolgreichen Transaktionen. Neben den wirtschaftlichen Gründen (Inflation, Zinserhöhungen, Finanzierungsumfeld) und globalen Konflikten spielten für die Private Equity-Sponsoren immer wieder und auch gewisse nachteilige

⁴¹ M.w.H.: Regli, N 58 Fn. 141.

rechtliche Regelungen, die Rechtsunsicherheit in Bezug auf bestimmte Regelungen und Sachverhalte sowie das nicht auf die Bedürfnisse von durch Private Equity finanzierte Transaktionen zugeschnittene Steuersystem eine Rolle.

Mehr Dynamik könnte entstehen, wenn Private Equity-Sponsoren vermehrt Know-how in diesem Bereich aufbauen und auch entsprechende Beratungsleistungen in Anspruch nehmen. Noch ist es im Bereich der öffentlichen Übernahmen durch ausländische Private Equity-Häuser nicht unüblich, dass diese mit ihren ausländischen Hauskanzleien und deren Spezialisten für private M&A-Transaktionen in die Schweiz kommen und erst zu spät erkennen, dass sie für eine erfolgreiche Transaktion lokale Berater mit entsprechender Erfahrung benötigen.

Mit der zu erwartenden Entspannung des Zinsumfelds könnten konjunkturelle Faktoren das Umfeld für Private Equity-Sponsoren wieder günstiger beeinflussen. Aus diesem Grund ist es denkbar, dass nach zweieinhalb Jahren des „Übens“ wieder vermehrt Transaktionen im öffentlichen Sektor durch Private Equity-Häuser zu erwarten sind. Es ist aber auch möglich, dass sich in einem verbesserten Marktumfeld das Interesse der Private Equity-Häuser wieder weitgehend auf private Buyout- und Venture Capital-Transaktionen verlagert. Dies könnte dazu führen, dass sich der derzeitige Fokus der Private-Equity-Häuser vom öffentlichen Markt wieder wegbewegt und nur noch punktuell bestehen bleibt.

Literaturverzeichnis

- Basler Kommentar zum Obligationenrecht II (Art. 530-964 OR (Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH), in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), 6. A., Basel 2024 (zit. BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Basler Kommentar zum Obligationenrecht II (Art. 530-964 OR (Art. 1-6 SchlT AG, Art. 1-11 ÜBest GmbH), in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), 5. A., Basel 2016 (zit. aBSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich 2009.
- Dazio Giovanni/von der Crone Hans Caspar, Das Vorrecht auf Dividende bei Vorzugsaktien und Vorzugspartizipationsscheinen, SZW 2021, 236 ff.
- Druey Jean Nicolas/Druey Just Eva/Glanzmann Lukas, Gesellschafts- und Handelsrecht, 12. A., Genf/Zürich/Basel 2021.
- Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- Forstmoser Peter/Küchler Marcel, Schweizer Aktienrecht 2020, Bern 2021.

- Gerhard Frank, Private Investments in Public Equity (PIPE) in der Schweiz, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich 2010, 195 ff. (zit. Gerhard, PIPE).
- Gerhard Frank, Private Investments in Public Equity (PIPE) – Ein Blick auf PIPE-Transaktionen in der Schweiz, GesKR 2006, 286 ff. (zit. Gerhard, GesKR).
- Gericke Dieter, Aktienrechtsreform und Private Equity – Relevante Neuerungen und Lücken, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity V, Zürich 2016, 125 ff. (zit. Gericke, Aktienrechtsreform und Private Equity).
- Gericke Dieter, Die genehmigte Kapitalerhöhung, Diss., Zürich 1996 (zit. Gericke, Kapitalerhöhung).
- Gericke Dieter, Mindestausgabebetrag bei der Kapitalerhöhung, GesKR 2016, 226 ff. (zit. Gericke, Mindestausgabebetrag).
- Gericke Dieter/Cochardt Alexander, innovative Transaktionsformen, in: Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias (Hrsg.), Neueste M&A-Entwicklungen – von Fachleuten kommentiert, Zürich 2022, 116 ff.
- Gericke Dieter/Marti Margrit, Nutzbarmachung des neuen Aktienrechts für Private Equity und Venture Capital, in: Gericke Dieter (Hrsg.), A wonderful world: Neue Möglichkeiten, neues Recht, neue Herausforderungen, Zürich 2022, 93 ff.
- Gericke Dieter/Wiedmer Karin, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2. A., Zürich 2020 (zit. Komm. UEV-Gericke/Wiedmer, Art. XX, N YY).
- Glanzmann Lukas, Die grosse Aktienrechtsrevision: Kritische Anmerkungen zum Entwurf des Bundesrates, Der Schweizer Treuhänder 2008, 665 ff.
- Knobloch Stefan, Das System zur Durchsetzung von Aktionärsrechten, Habil., Zürich 2011.
- Liebi Martin, Private Investments in Public Equity (PIPE), Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht, Band 122, Zürich/Basel/Genf 2017.
- Müller André, Die Aktie schwächelt: Temenos gerät ins Visier von aktivistischen Investoren, NZZ vom 8. Oktober 2022, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/temenos-bank-software-hersteller-im-visier-von-aktivisten-ld.1706357>>.
- Regli Florian, Grundlagen der Konzernbesteuerung im schweizerischen Steuerrecht, Mängel bei der Besteuerung von Konzernen im geltenden Recht, Konzernrechtswirklichkeit sowie Gestaltungsalternativen für die Konzernbesteuerung, 2. A., Bern 2021.
- Schärer Heinz/Gericke Dieter/Fankhauser Micha, Vom Übernahmerecht zum Übernahmeschutzrecht, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVIII, Zürich/Basel/Genf 2016, 244 f.
- Schenker Urs/Schenker Olivier, Praxisleitfaden zum revidierten Aktienrecht, Bern 2023.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, Going Private durch LBO, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVI, Zürich/Basel/Genf 2014, 55 ff. (zit. Tschäni/Diem, LBO).
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob, 20 Jahre Megadeals, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XX, Zürich/Basel/Genf 2018, 19–74 (zit. Tschäni/Diem, Megadeals).
- von der Crone Hans Caspar/Cathomas Linus, Das Aktienkapital im Entwurf zur Aktienrechtsrevision, RSDA 2017, 586 ff.

von Salis-Lütolf Ulysses, Risiko- und Gewinnverteilung bei privaten Finanzierungen, Rechtlicher Gestaltungsspielraum bei Finanzierungsverträgen für Start-ups und KMU, SJZ 2001, 213 ff.

Watter Rolf/Reutter Thomas, Rechtsprobleme beim IPO, in: Watter Rolf (Hrsg.), Rechtsfragen beim Börsengang von Unternehmen, Zürich 2002, 1 ff.

Purpose, mission lock and capped profits: can steward ownership appeal to private equity?

Michel Jaccard

Content

I.	Introduction	151
II.	Steward Ownership	153
1.	The proposal	153
2.	The key components	153
3.	Examples	154
III.	Feasibility under Swiss law	154
1.	Profits serve purpose	155
a)	The Evolving Role of Corporations	155
b)	Defining a prevailing purpose	157
c)	Locking the mission	158
2.	Self-governance	163
a)	Voting rights for Stewards	163
b)	Economic Rights to Investors	164
c)	Providing the right balance	167
aa)	Foundation Models	167
bb)	The Golden Share Model	169
IV.	Conclusion	170
	Bibliography	171

I. Introduction

We live in a purpose economy. Investors look at what meaning a company proposes in order to assess its market price, young generations want to join employers with values that are aligned with their views on global issues, and consumers turn to a brand that does not harm people or the planet.

In 2024, any decent company needs to define its *raison d'être* and find a purpose which takes into account the preoccupations of our times: across

industries, it is all about empowering¹, fulfilling promises², and pursuing the greater good.³ Solely seeking profits for the exclusive benefit of shareholders is not sufficient, and making the world a better place is not the monopoly of visionary companies or purely philanthropic ventures anymore; finance and private equity start taking note and some have already jumped on the bandwagon, in addition to seasoned impact investors.⁴

Purpose may, however, collide with profits. For many companies, doing the right thing may prove costly. Significant resources must be invested, strategies reassessed, and critical business operations restructured, both upstream in the supply chain and downstream towards the customer base. Additionally, European companies must ensure compliance with the increasingly complex EU regulatory framework for Environmental, Social, and Governance (ESG) standards.⁵ We are talking about millions of euros of annual compliance costs for companies of all sizes.⁶

Pursuing a purpose beyond mere profits may thus be perceived as detrimental to the company's ability to reach a high stock price or get financed at competitive terms by private equity investors. Furthermore, it remains uncertain whether companies seeking a positive impact actually outperform their peers financially, especially in an economic and political environment that lacks appropriate incentives and largely continues to impose no significant penalties for greenwashing. In short, doing good does not necessarily mean doing well (yet), nor does it easily mix with current markets realities.⁷

¹ See, e.g., Microsoft mission statement at <<https://www.microsoft.com/en-us/about>>: "Our mission is to empower every person and every organization on the planet to achieve more." As for Alphabet: "Our mission is to organize the world's information and make it universally accessible and useful." (Available at <https://about.google/intl/ALL_us/>).

² See e.g. Smith & Wesson at <<https://www.smith-wesson.com/ourstory>>: "Since 1852 Smith & Wesson has empowered Americans with the freedom, equality, and security promised by the Declaration of Independence and guaranteed by the Bill of Rights. It is this sense of safety and security that frees us to pursue our goals and dreams, define our future, and fulfill the promise of America."

³ See e.g. Goldman Sachs purpose at <<https://www.goldmansachs.com/about-us/purpose-and-values/>>: "[W]e mobilize our people, culture, technologies, and ideas to advance the success of our clients, broaden individual prosperity, and accelerate economic progress for all."

⁴ Jaccard/Thai, 272 ff.; Kaulfuss/Henow.

⁵ For an overview of the EU taxonomy and related regulation with regard to sustainability, see <https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en>; George, N 571 ff.

⁶ Hanley et al., 1 ff.

⁷ See for a recent example the notice by NASDAQ to listed B Corp AllBirds, Inc, with the criticism of pitting purpose and profits: <<https://fortune.com/2024/04/11/nasdaq>>

There is little doubt, however, that most businesses will need to find a way to combine purpose and profits in the future – by choice, as a result of increased regulation, or simply caving to market dynamics, as limited partners (LPs) increasingly pressure asset managers to build portfolios that minimize or exclude harm to people or the planet, and be accountable for a measurable impact.

This article explores whether steward ownership could be a viable solution that may help companies focus on an impact positive mission while staying attractive to investors and compatible with private equity principles of profit maximization.

II. Steward Ownership

1. The proposal

Corporate ownership may be viewed as an investment to generate personal wealth. Acquired through blood (inheritance) or money (trade), the ownership of equity implies enjoying both social rights (the right to vote) and economic rights (the right to profits).⁸

Insofar as companies are envisioned as private assets from which value shall be extrated, corporate leaders struggle to achieve long-term value creation and sustainability. For many entrepreneurs and investors, such misalignment goes against why they founded businesses in the first place and what role they want their organizations to play in building a more just economy. They are looking for legal tools that allow them to preserve independence and keep control in the hands of people who work in the business and are invested in its mission, so that they can make decisions that align with the company's purpose, support its long-term success and honor commitments to stakeholders.⁹ Those are the principles are at the heart of steward ownership.

2. The key components

Steward ownership revolves around two key pillars: profits serve purpose, and self-governance.

[former-unicorn-allbirds-compliance-warning-stock-price-b-corp-sustainability/>](#);

see also the story of Etsy, Inc., in Thomas, 158 ff.

⁸ Detablan/Estevés/McHardy, 4.

⁹ Detablan/Estevés/McHardy, 5.

For steward-owned companies, profits are a tool to achieve their goal – the way to further their purpose, more of a byproduct than the goal itself.¹⁰ Profits are either reinvested into the business, used to pay back capital, shared with stakeholders, or given to charity. Founders and investors get their fair return, but in a healthy and sustainable way, that does not hurt the long-term growth of the company.

Accordingly, steward ownership constructs give control to the people who are actively linked to the company’s mission, stewards acting as a steering wheel of the business. To protect and advance the purpose, stewards enjoy a majority of voting rights and stewardship can only pass on other stewards who agree with such vision. Unlike equity in the traditional corporate setting, stewardship cannot be bought nor inherited; it is not a tradable asset.

3. Examples

Organizations embedding the principles of steward ownership, sometimes also referred to as “hybrid organizations”, are not new. As steward ownership enables a company to remain faithful to the vision of its founders, it has proved suitable for family businesses aiming to preserve a legacy, especially in Europe – consider Robert Bosch or Carl Zeiss from over a century ago, among others.¹¹

Steward ownership also appears in mission-driven startups and private companies like ShareTribe¹² or Tony’s Chocolonely¹³, and has served as an alternative to traditional exits, trade sales, or public listings; Patagonia’s founder, for instance, famously declared in 2022 that the Earth had become the company’s “only shareholder.”¹⁴

III. Feasibility under Swiss law

For steward ownership to gain traction in Switzerland, we must first assess whether its core principles – profits serving purpose and self-governance – are compatible with our legal framework, and determine how they can be effectively implemented.

¹⁰ Edmans, 57.

¹¹ Detablan /Esteves /McHardy, 39; Pedersen, Chapter 2.

¹² Canon Camille et al., 61.

¹³ Butler, 1 ff.; see Tony’s Chocolonely’s website: <<https://tonyschocolonely.com/int/en/our-story/serious-statements/tonys-mission-lock>>.

¹⁴ Press release from Patagonia vom 14. September 2022, available at <<https://www.patagoniaworks.com/press/2022/9/14/patagonias-next-chapter-earth-is-now-our-only-shareholder>>, 1 ff.

i. Profits serve purpose

a) *The Evolving Role of Corporations*

Corporations have significantly influenced societies and economies for centuries.¹⁵ While addressing distinct issues, the purpose of companies and their internal organization are interrelated topics often discussed under the umbrella of “corporate governance”.¹⁶ In the past century, scholars have tried to theorize what purpose corporations should pursue, and how to address internal allocation of duties and powers among different building blocks – mainly shareholders having invested in and ultimately owning the corporations’ assets, on the one hand, and directors and managers being paid and responsible for overseeing the strategy and conducting the business, on the other hand.¹⁷

Most discussions regarding the purpose of businesses have indeed addressed the issue of who should be the prime beneficiaries of the profits such businesses have been generating. For a long time, corporate governance debates have mainly focused on whether boards owed a fiduciary duty to the equity owners exclusively (shareholder value) or the extent to which a broader range of stakeholders should be served (stakeholder capitalism), with of course countless variations in between (such as enlightened shareholder value). Such discussions are still raging today in courts¹⁸ and academic circles.¹⁹

Only recently has the debate partially refocused from the proper allocation of power within a company to generate, seek and distribute profits, and related fiduciary duties, to addressing the true purpose (*raison d’être*) of companies.²⁰ As purpose and profits are intrinsically linked and need to be balanced²¹, any form of “profits” should be thoroughly reassessed to take into account their true cost and externalities before being available to companies for distribution.²² A growing number of leading scholars acknowledge that the

¹⁵ Chenaux/Blanc, N 11; Humbel, N 8 ff.

¹⁶ Chenaux/Blanc, N 1 ff.

¹⁷ Blanc/Chenaux, 3 ff.

¹⁸ See, e.g., In the Court of Chancery of the State of Delaware, *McRitchie v. Zuckerberg*, vom 30. April 2024, 63, 70, 83 ff.; References in Neri-Castracane, Swiss legal framework, 47.

¹⁹ Blanc/Chenaux, 11 ff.; Chenaux/Blanc, 85 ff.; George, N 276 f., 726 ff., 1098 ff.; Humbel/Wittkämper, N 227 ff.; Jaccard/Thai, 1 ff.; Neri-Castracane et al., 1 ff.; Richa, 49 ff.; Milano, 171 ff.

²⁰ Blanc/Chenaux, Purpose, 19 ff., Neri-Castracane et al., 8.

²¹ Chenaux/Blanc, N 114; Edmans, 86.

²² Chenaux/Blanc, N 112 f.; Mayer, 5, 95, 107.

market value of a company cannot fully reflect its value²³, denounce the “myopia” of boards focused on share price only²⁴, encourage corporate leaders to adopt a “purpose governance”²⁵ and question whether exclusively seeking profits can even be a valid corporate purpose at all.²⁶ More than 50 years after the Club of Rome Project on the Predicament of Mankind²⁷, there is renewed talk of degrowth (leading to less profits) being the next chapter in corporate governance²⁸, and an increasing appeal to moral concepts guiding business operations.²⁹

As a result, it has now become increasingly indefensible for boards to focus exclusively on short term profit seeking strategies for the sole benefit of its shareholders. Even if there might still be a residual “ambivalence”³⁰ as to how to integrate stakeholder views and externalities into a proper corporate governance reasoning, boards cannot turn a blind eye anymore on how externalities may impact the business they run, and how such business may have in turn a negative impact for stakeholders (double materiality), be it only with the limited perspective of maximizing the value of their shareholders’ investments.³¹ As a reflection of such growing consensus, at least in Switzerland, the most recent edition of the influential Swiss Code of Best Practices for Corporate Governance published by *economiesuisse* in 2023 clearly indicates that proper corporate governance requires the consideration of stakeholders interests rather than only shareholders.³²

In short, purpose matters. In steward owned companies, however, purpose not only matters but shall prevail over profits. That, of course, implies that a purpose has been clearly defined, a process which has been referred to as a “soul searching” exercise requiring the full support of shareholders, investors, board and management.³³

²³ Mayer, 72.

²⁴ Lipton/Schwartz, 1 ff.

²⁵ Chenaux/Blanc, N 165 ff.; Humbel, N 257 ff., 278.

²⁶ Chenaux/Blanc, N 121; Edmans, 259, quoting Blackrock CEO.

²⁷ Available at <<https://www.library.dartmouth.edu/digital/digital-collections/limits-growth>>.

²⁸ Orsagh, 1 ff.; Parrique, 1 ff.

²⁹ Hull, 1 ff.; Mayer, 74; Weitzel, 46 ff.

³⁰ Blanc/Chenaux, 16 ff.; Chenaux/Blanc, N 7, 109 f.

³¹ Blanc/Chenaux, 12 f.; Chenaux/Blanc, N 101 ff.

³² Bohrer et al., 6.

³³ See. e.g., the toolkit to Steward Ownership made available by the Purpose Foundation at <<https://purpose-economy.org/en/workbook-steward-ownership/>>.

b) *Defining a prevailing purpose*

Many existing corporate forms under Swiss law can readily accommodate hybrid missions, mixing purpose and profits, or even having purpose prevail over profits, thus enabling steward ownership. With some variations, this is the case for associations, foundations, limited liability companies and companies limited by shares³⁴, in which shareholders have no right to redeem their equity³⁵, and may even, acting unanimously, prohibit profit distributions altogether in the company's constitutional documents (art. 660 al. 2 SCO).³⁶ As a result, and contrary to many other jurisdictions³⁷, no new legal form is required under Swiss law to satisfy steward ownership's first prompt of profits serving purpose.³⁸

To understand what purpose a Swiss company seeks – what problems it aims to tackle and what solutions it intends to propose –, one should probably start with the corporate goal that legally needs to be included in a company's constitutional documents, keeping in mind that the absence of a specifically crafted impact positive corporate goal is no reason *per se* to exclude the taking into account of stakeholders interests.³⁹ Besides, any stated goal will likely not fully encompass the company's broader purpose⁴⁰, which will include a mission statement, vision, values, and outputs, and usually be part of a documented theory of change, sort of strategic framework that outlines how the company's activities and initiatives will lead to achieving its long-term desired impact.

Despite such shortcomings, it is strongly recommended for any mission-driven company to use the opportunity of defining a corporate goal in its constitutional documents to support its mission. This will alleviate the board's potential concerns regarding fiduciary duties, clarify its responsibilities and potential liabilities, serve as a compass for all stakeholders, help align shareholders, publicize the purpose to everyone involved and help build accountability, and provide a foundation for the theory of change.⁴¹ Unsurprisingly, one of the most popular and successful private certification labels for sustainable businesses, the B Corp movement, requires a clear mention in the constitutional documents of a positive impact and of the responsibility of the

³⁴ Humbel, N 12 ff., 23 ff., 90, 231 ff.

³⁵ Chenaux/Blanc, N 107.

³⁶ BSK OR II-Watter/Vogt, Art. 660, N 7.

³⁷ Humbel, N 102 ff.; Peter/Vargas Vasserot/Alcalde Silva, 1 ff.

³⁸ Humbel, N 90.

³⁹ Chenaux/Blanc, N 111; Bohrer et al., 9; George, N 743 ff.

⁴⁰ Chenaux/Blanc, N 138 ff.; Humbel, N 222; Milano, 127 ff.

⁴¹ Blanc/Chenaux, 23 ff., 29; Bohrer et al., 9; George, N 751; Neri-Castracane/Bottge, 291.

governing body to enforce it.⁴² The same holds true for the recent proposal by the Alliance for Sustainable Enterprises, which in 2023 published a concrete proposal for Swiss businesses to obtain a “sustainability” status, requiring inclusion of a sustainable purpose in their constitutional documents.⁴³

More broadly, even courts that refuse to interpret existing laws as supporting stakeholder capitalism encourage corporations to adopt “private ordering” solutions – such as voluntarily incorporating provisions in their charters to manage for the benefit of diversified investors and externalities.⁴⁴

c) *Locking the mission*

Once a (prevailing) purpose has been defined, its pursuit shall be firmly anchored to secure the mission. Note that the purpose may be amended and adapt over time, as long as it remains in line with the mission. An issue arises only when investors may pressure boards to deviate from the agreed theory of change, a majority of shareholders might force an amendment of the constitutional documents and the stated corporate goal, and managers may face conflicts of interests, potentially prioritizing their own interests over the company’s mission. In such cases, not only has the purpose changed, but the mission has drifted. Indeed, many well-intentioned initiatives with a clear initial purpose have failed to guard against such a peril, and ended up in the graveyard of companies whose *raison d’être* have been threatened by acquisitions⁴⁵ and public markets driving forces.⁴⁶

⁴² Available at <<https://www.bcorporation.net/en-us/about-b-corps/legal-requirements/>>; Chenaux/Blanc, N 50.

⁴³ Neri-Castracane et al., 12 ff.

⁴⁴ See, e.g., *McRitchie v. Zuckerberg*, 91 ff.: “As this decision has discussed, corporate directors have an obligation to seek to maximize the long-term value of the corporation for the benefit of its stockholders. Absent a narrow purpose clause, directors have the flexibility to pursue the business they believe to be the value-maximizing option. But if the charter contains a limited purpose clause, then that provision constrains the choice set. Rather than freely seeking to maximize the long-term value of the corporation for the benefit of its stockholders, directors acting loyally must strive in good faith to fulfill their fiduciary duties within the ambit of the narrowly defined purpose. [...] With the corporation limited by such a purpose clause, directors could not cause the corporation to pursue lines of business that generated negative externalities that harmed diversified investors. If the directors took action to cause the corporation to engage in activities that harmed diversified investors, a plaintiff could seek to have their actions declared void.”

⁴⁵ Thomas, 187; Ben and Jerry’s acquisition by Unilever (2007); Tom’s of Maine acquisition by Colgate-Palmolive (2006); The Body Shop’s acquisition by L’Oreal (2006). See also, for Switzerland, Milano, 105 ff.

⁴⁶ See, e.g., Cory Ames’ LinkedIn post, available at <https://www.linkedin.com/posts/amescory_nasdaq-just-gave-former-unicorn-allbirds-activity-7186713183942840320- SiU>.

A recent example of the difficulty of staying true to the mission over time is the well-known artificial intelligence company OpenAI. As a reminder⁴⁷, OpenAI was founded in December 2015 as a non-profit research organization with the mission of ensuring that artificial general intelligence (AGI) benefits all of humanity.⁴⁸ The organization was established by prominent figures in the technology industry, including the inevitable Elon Musk and Sam Altman.⁴⁹ From its inception, OpenAI aimed to promote and develop friendly artificial intelligence (AI) in a way that aligns with the broader interests of society, prioritizing ethical considerations and safety in the deployment of AI technologies over profits.⁵⁰

In 2019, OpenAI underwent a significant structural transformation by establishing OpenAI LP, a for-profit entity with a “capped-profit” model, while the original non-profit entity, OpenAI Inc., assumed the role of a controlling organization.⁵¹ This shift was driven by the recognition that the ambitious goal of achieving AGI would require substantial capital investment beyond the original philanthropic contributions. The capped-profit model was designed to attract investment by offering potential returns, which were allegedly capped at 100x (with later investors getting a lower cap, at 20x).⁵² Microsoft seized the opportunity to catch up with its arch-rival Alphabet (which acquired leading AI company Deepmind in 2014) in the rapidly heating global AI race, and poured an initial \$1 billion, then over the years allegedly \$13 billion in cash and in kind. In consideration for its significant investment, Microsoft secured exclusivity rights on a series of AI models being trained by OpenAI and other commercial benefits such as priority reimbursement for its investment⁵³, but no board seat, no voting rights, no authority on the running of the OpenAI nor say in management decisions, and no right to influence the mission.

Repeatedly, OpenAI insisted that its mission was not to make profits, that it had no obligation to make any, and warned investors that “[i]t would be wise to

⁴⁷ For a complete explanation, see e.g., Pedersen, Chapters 3 onwards; Duhigg, 1 ff.

⁴⁸ See OpenAI’s Charter, available at <<https://openai.com/charter/>>.

⁴⁹ Trautman, 11 ff.

⁵⁰ Superior Court of California, Musk v. Altman et al., vom 29. Februar 2024, 24, available at <<https://www.courthousenews.com/wp-content/uploads/2024/02/musk-v-altman-openai-complaint-sf.pdf>>.

⁵¹ Purpose Foundation, Bringing Steward-Ownership to Life, Chapter 2; Purpose Foundation, Purpose, Money, Power and Steward Ownership, 1 ff.

⁵² Pedersen, 15 ff., 19 ff.; Purpose Foundation, OpenAI in the Context of Steward-Ownership, Chapter 2.5.1.

⁵³ Pedersen, 19.

view any investment in OpenAI LP in the spirit of a donation⁵⁴. Furthermore, OpenAI would actually dissolve once its mission of achieving AGI is accomplished, a statement that only the board of the non-profit could make.⁵⁵ Directors were not financially interested in the company, thus adding a layer of protection and prevalence of the mission, and the OpenAI Charter ensured that their fiduciary duty was to humanity, not to shareholders, investors nor any private person.⁵⁶

On the paper, the hybrid structure of combining a non-profit parent with a capped-profit subsidiary allowed access the significant financial resources necessary to compete with well-funded corporate and academic research institutions in the rapidly advancing field of AI; the capped-profit model and the confirmation of a non-profit entity at the helm continued to ensure a level of oversight and accountability that reinforces the ethical guidelines, public interest goals and alignment with the mission, as expected in steward owned constructs.

As was widely reported however⁵⁷, OpenAI recently faced a tumultuous period which started by the unexpected dismissal of legendary co-founder Sam Altman from his CEO position in November 2023, when the board of directors of the non for profit abruptly announced Altman's termination, citing a need for better communications and alignment with the organization's goals.⁵⁸ This decision shocked the tech community and OpenAI's employees, given Altman's pivotal role in driving the organization's vision and strategy. The reaction to Altman's firing was swift and significant. OpenAI employees expressed strong opposition to the board's decision, with more than 90% signing a petition demanding Altman's immediate reinstatement – keeping in mind that many of them apparently had on the table an option to sell their stake in the for profit arm at a staggering \$80 billion valuation in connection with a secondary transaction being discussed while the crisis unfolded.⁵⁹ The firing also drew public attention, with notable figures in the tech industry voicing support for Altman.

Microsoft had no advance warning of the ousting. Furthermore, it seemingly discovered only then that it had no control nor information right. Microsoft

⁵⁴ Musk v. Altman et al., 67.

⁵⁵ Musk v. Altman et al., 31, 69.

⁵⁶ See OpenAI's Charter, available at <<https://openai.com/charter/>>.

⁵⁷ Duhigg, 1 ff.; Purpose Foundation, Bringing Steward-Ownership to Life, 1 ff.

⁵⁸ See OpenAI's announcement, available at <<https://openai.com/index/openai-announces-leadership-transition/>>.

⁵⁹ Pedersen, 23 ff.

nevertheless moved fast to protect its \$13 billion investment and ensure continued access to OpenAI's products. At the same time that OpenAI employees pressured to the board to have Altman reinstated, Microsoft made an offer to him and his top team to work at Microsoft, rapidly extending the offer to anyone at OpenAI.⁶⁰ Realizing that OpenAI's value very much resided with its workforce, and that those employees would jump ship to Microsoft without much thoughts (as their secondary sale at a \$80 billion valuation had anyway evaporated with Altman's forced departure),⁶¹ OpenAI's board quickly came to the conclusion that Altman had to be reinstated if the company wanted to survive – and its mission pursued.⁶² As it is customary in such settings, an audit on the conduct of the board was requested, and it concluded that the board did not err in firing the CEO and then re-integrating him, based on the concept of business judgment rule.⁶³

The reintegration process involved significant changes to the board's composition, which was initially composed of a majority of AI researchers and scientists – profiles aligned with the mission of developing a safe AI for the benefit of humanity, and keeping in mind that the board was tasked with the duty to assess if and when AGI would be attained, and OpenAI dissolved.⁶⁴ The new board members were allegedly handpicked by Altman and vetted by Microsoft, which made it clear that it would never again be taken off guard.⁶⁵ The new directors are more seasoned business board members, but not necessarily skilled on the technical side. As of June 2024, Microsoft still has no voting seat, but managed to obtain an observer role, although it has apparently decided not to retain it in the longer term, for fear of antitrust scrutiny.⁶⁶ As for the technology, Microsoft has claimed that it has had over time secured access to OpenAI secrets, algorithms and “magic sauce”.⁶⁷

⁶⁰ Musk v. Altman et al., 161.

⁶¹ Clark/Holmes/Victor, 1 ff.

⁶² Pedersen, 23 ff.

⁶³ See Open AI's review, available at <<https://openai.com/index/review-completed-altman-brockman-to-continue-to-lead-openai/>>.

⁶⁴ Musk v. Altman et al., 31, 97, 112.

⁶⁵ Pedersen, 24 ff.

⁶⁶ Available at <<https://www.reuters.com/technology/microsoft-ditches-openai-board-observer-seat-amid-regulatory-scrutiny-2024-07-10/>>.

⁶⁷ As per Microsoft CEO's own statement in the middle of the crisis, “[W]e were very confident in our own ability. We have all the IP rights and all the capability. If OpenAI disappeared tomorrow, I don't want any customer of ours to be worried about it quite honestly, because we have all of the rights to continue the innovation. Not just to serve the product, but we can go and just do what we were doing in partnership ourselves. We have the people, we have the compute, we have the data, we have everything.”, available at <<https://nymag.com/intelligencer/2023/11/on-with-kara-swisher-satya-nadella-on-hiring-sam-altman.html>>.

In the same time, as from their star GPT-4 model, OpenAI has stopped providing transparency, and the algorithms are now closed to public scrutiny, leading to the allegation that OpenAI became a *de facto* subsidiary of Microsoft, which locked an exclusive access to proprietary technology (excluding AGI).⁶⁸ More recently, Altman disbanded its historical “safety team”,⁶⁹ and since then insiders have repeatedly warned against the lack of safety in OpenAI roadmap.⁷⁰

Future will tell what happened and whether the post-crisis OpenAI can still stay true to its original mission, which has formally not been altered in the wake of the crisis.⁷¹ Certainly, there are numerous lessons to be learned from the OpenAI saga; no doubt that the legal literature will be abundant in the coming years on the episode and that it will likely become a prominent case study in corporate governance classes, perhaps drawing parallels to the firing and subsequent comeback of another tech icon, Steve Jobs, last century.⁷²

For the purposes of this article, the key takeaway might very well be that stewardship ownership structures with mission locks do not hinder the ability to attract substantial financial investments. This holds true even when investors have no influence over the mission or management of the company and face capped financial returns. This observation is particularly accurate in critical frontier technologies such as AI, where it might be too risky to have a concentration of power in private players.⁷³ Interestingly, Anthropic, a major competitor of OpenAI, has also adopted a steward ownership model, in the form of a benefit corporation model that safeguards its mission, while securing \$6 billion in investments from Amazon and Google.⁷⁴

At the same time, the robust structure established on paper to protect the mission at OpenAI has clearly failed. One has to acknowledge that humans erred in the process – the board for not having properly checked on the

⁶⁸ Musk v. Altman et al., 32.

⁶⁹ Available at <<https://www.theverge.com/2024/5/28/24166105/openai-safety-team-sam-altman>>.

⁷⁰ See, e.g., open letter by employees published in June 2024, available at <<https://righttowarn.ai/>>.

⁷¹ “We are concerned about late-stage AGI development becoming a competitive race without time for adequate safety precautions. Therefore, if a value-aligned, safety-conscious project comes close to building AGI before we do, we commit to stop competing with and start assisting this project”, available at <<https://openai.com/charter/>>.

⁷² Scheiner, 1 ff.; Streitfeld, 1 ff.

⁷³ Purpose Foundation, Purpose, Money, Power and Steward Ownership, Fn. 9.

⁷⁴ See Amazon’s announcement, available at <<https://www.aboutamazon.com/news/company-news/amazon-anthropic-ai-investment>>.

management, the CEO for acting like God, a majority of employees for pursuing their personal financial interests and not being fully invested in the mission, and the major investor for luring away the workforce. Formal control by the non profit entity did not equate to actual control, especially on OpenAI's two most valuable assets, people and technology.⁷⁵

Unsurprisingly, even the best design structures cannot succeed in the face of wrong culture and incentives (for the employees, who had equity in the for profit entity), the race to performance culture of tech startups, the idolatry for superstar CEOs,⁷⁶ and the brute force of giant stakeholders such as Microsoft.⁷⁷ Some might recall famous management quotes such as “engineering is easy, people are hard”⁷⁸ and “culture eats strategy for breakfast.”⁷⁹ In the AI field at least, it seems that hubris consumes purpose at lunch.

More intriguing lessons include the parallels between AI challenges and corporate governance issues, along with a well-documented and occasionally persuasive proposal to appoint AI systems as directors – AI fiduciaries initially assisting and eventually replacing human directors.⁸⁰

As for now, let us consider what happened as a failure of OpenAI's specific dynamics rather than a failure of steward ownership in general.⁸¹

2. Self-governance

a) *Voting rights for Stewards*

As a reminder, self-governance is the second key component of steward ownership, and provides the required checks and balances against mission drift.⁸² The company's purpose, as embedded in its mission, shall be locked and preserved, and not fall in the hands of speculative shareholders. The company's purpose is inalterable, and its mission is not for sale. Consequently, voting rights shall stay in the hands of persons aligned with the mission. We will use the example of a company limited by shares (*Aktiengesellschaft*, *società*

⁷⁵ Pedersen, 38 ff.; Wasserman, 1 ff.

⁷⁶ Gerhard/Gasser, 18 ff.

⁷⁷ Pedersen, 29 ff., 35 ff.; Wasserman, 1 ff.

⁷⁸ Wasserman, 1 ff.

⁷⁹ Pedersen, 29 ff.; Wasserman, 1 ff.

⁸⁰ Li, 1 ff.

⁸¹ Trautman, 55 and references.

⁸² Humbel, N 493 ff.; van der Horst, 1 ff.

anonima) – the preferred option in Switzerland for attracting venture capital funding and facilitating private equity transactions, though other corporate forms may follow a similar logic.

Concretely, common voting stock is issued to stewards, who may be any combination of employees, founders, directors, close advisors, top suppliers or key customers, but not pure outsiders.⁸³ Stewards decide on the fate of the company; their equity bears voting rights, either exclusively or predominantly – so that no other equity holder can force or impose a decision that may lead to a mission drift.

Stock held by stewards is further non-transferable outside the stewards' group, ensuring that the control and benefits of stewardship remain within a trusted community committed to the company's mission. If a steward leaves or transfers stock improperly, other stewards may step in or the company is mandated to repurchase the share at par value, ensuring that the stewardship remains intact and focused on long-term goals.

All of the above may be readily implemented under Swiss law: transfer restriction mechanisms are well known in privately held companies (*Vinkulierung*), and usually supplemented by comprehensive shareholders agreements providing for rights of first refusals, contractual lock-ups, purchase options, and tag-along rights.⁸⁴ True, those are only contractual instruments that may not offer the same remedies in case of breach than corporate law⁸⁵, but they are popular and have proved efficient at least in private companies with a not too fragmented shareholding.

b) Economic Rights to Investors

In steward owned companies, investors typically get non voting stock, linked with financial returns, in particular rights to dividends or priority rights in liquidation events – just as participation certificates allow under Swiss law for corporations limited by shares (art. 656a SCO).

Note that the distinction between voting stocks for stewards and non voting stock for investors may be blurred. Stewards may also hold non voting or phantom stock (as employees) in addition to their equity as stewards, or even

⁸³ Thomas, 172 ff.

⁸⁴ See <<https://www.seca.ch/Templates/Templates/VC-Model-Documentation.aspx>> for the model documentation published by SECA I Switzerland. See also BVCA, NVCA and Singapore.

⁸⁵ Neri-Castracane/Bottge, 297 ff.

a limited right to dividends.⁸⁶ Investors may obtain basic veto rights, similar to protective provisions granted to equity investors in growth capital financings, as long as they do not endanger the mission.⁸⁷ In all cases, no such voting rights shall lead to loss of control by stewards on the fate of the company. Again, these are highly refined tools that have been utilized and successfully tested in venture capital and private equity environments for privately held companies, specifically through shareholders agreements⁸⁸, and no new legal instrument is required under Swiss law.

Steward ownership does not prevent investors from extracting profits and getting a multiple return on their investments. However, such profits should be fair or reasonable, in the sense that their distribution should not endanger the mission, which always comes first.

Specifically, there are numerous potential solutions to ensure compatibility and prevent excessive extraction. Profit distribution can be delayed until certain impact milestones are achieved, according to the relevant theory of change. For a company like OpenAI, this would involve reaching the milestone of “artificial general intelligence”, as determined by the board of the nonprofit organization. For other companies, milestones triggering distribution may include the successful achievement of impact KPIs such as D&I thresholds, the adoption of a Net Zero climate transition plan, measurable reduction in GHG emissions, successful sustainability certification, or the like.

Typical private equity deals already include comprehensive covenants and conditions regarding profit distribution to equity holders, especially in leveraged acquisitions, where servicing the debt essentially deprives equity investors of any expectation of meaningful distributions, sometimes for years. Restrictions on profit distribution inherent to steward ownership should thus, in our view, not prevent private equity firms from considering an investment.

Another common limitation in steward ownership deals is the capping of returns. A cap at 100x, as proposed by OpenAI, would certainly please any prudent private equity fund or its advisors. More traditionally, returns for investors in steward-owned companies are capped at 3x, 5x or 8x. There again, the caps on expected returns should not deter investment and may even appear more generous than the acceptable MOIC of 3x.⁸⁹

⁸⁶ Thomas, 158.

⁸⁷ Thomas, 174 ff.

⁸⁸ Neri-Castracane/Bottge, 297.

⁸⁹ Trasher, 1 ff.

In its purest form, steward ownership ultimately leads to distributable profits drying up, with investors disappearing altogether from the capitalization table after they receive their fair return. Their stock is either redeemed or – in jurisdictions where redemption is prohibited or limited such as Switzerland⁹⁰, bought back by the company (then cancelled if limits are reached), or made available to other stakeholders (such as stewards, employees trust, or suppliers). One might add that investments in mature companies that have previously raised funds to achieve their goals, repaid their financial backers, and been self-governed for years may in any event not be financially attractive to new owners.

In other words, there is no absolute need to seek for an exit with an uncertain waterfall when the company has reached a certain maturity or valuation, or at least steward ownership does not typically offer attractive exit opportunities, such as a trade sale or public offering, that could generate a significant additional return for investors. If an exit does occur, it is often facilitated through an “Exit to Community” (E2C) process⁹¹, in which ownership transitions from private investors to a broader community of stakeholders, such as employees, major customers or key suppliers. The transition might involve direct buyouts, the transformation into cooperatives or the establishment of trust-based ownership models for employees. Such process, sometimes referred to also as “Structured Exit”, has usually being contemplated upon the very investment by investors, which have contractually been granted distribution rights over time in line with the business and financial constraints of the company. Such approach also aims to ensure the business remains aligned with its core values, which can be more challenging to maintain under new ownership as a result of a traditional, financially motivated secondary transaction or going public.

It is important to recognize that such narrow path to exit (if it exists) is not a flaw but an intentional design feature of steward ownership.⁹² Prioritizing the mission may indeed complicate exit pathways and reduce potential waterfalls, but it also lowers the risk of misalignment between managers and investors, as the terms and expectations are clear and transparent from the outset – and investors do not count on an uncertain waterfall upon a traditional exit a few years down the road to cash in. Although it may be challenging to attract investors for steward-owned companies, those who do invest are likely to be committed and resilient. As long as investors receive a fair return during

⁹⁰ Neri-Castracane/Bottge, 294 ff., describing mission drift as a good cause to redeem shares in an LLC.

⁹¹ Thomas, 197 ff.

⁹² Thomas, 195.

the investment period, the lack of a traditional exit should thus not deter private equity players from investing, even if the construct does not fully align with the current private equity business model, which typically ties the remuneration of general partners (GPs) and advisors to profit maximization through substantial waterfalls rather than management fees and capped redemption, and envisions a one time full exit by design, rather than a structured phasing out.

c) *Providing the right balance*

As we have seen, separation of voting rights and economic rights is key for the successful implementation of the steward ownership principle of self-governance, and Swiss law allows for such flexibility.⁹³ In addition to dual class share structures and contractual arrangements, one customary way of implementing such separation consists in pooling controlling voting rights in trusts or foundations.⁹⁴

aa) *Foundation Models*

In a single foundation model, a steward-owned company is primarily controlled by a foundation that holds a majority of the voting shares. This foundation's mission is to ensure the company's adherence to its purpose, aligning with the principles of steward ownership. The foundation's board governs the company and is typically composed of family members of the founders, together with diverse stakeholders including employees, community members, and independent experts.

The double foundation model involves two separate foundations⁹⁵: one holds the voting shares, ensuring control over the company's mission and governance, while the other holds the economic rights, managing the distribution of profits. The voting foundation, much like in the single foundation model, safeguards the company's mission and values. The economic foundation focuses on financial aspects, distributing profits to social causes or reinvesting in the company. This separation allows for a more nuanced approach to governance and financial management, ensuring that those making decisions about the company's mission are distinct from those managing its financial

⁹³ See also Neri-Castracane/Bottge, 292 ff.

⁹⁴ See Pedersen, 9 ff.; Thomas, 210 ff.

⁹⁵ Neri-Castracane/Bottge, 284 f.

resources. This dual structure can provide additional checks and balances, further securing the company's long-term commitment to its values and purpose.

Both models aim to align a company's operations with its mission, prioritizing impact goals over pure profit maximization, thus complying with the objectives of steward ownership. In practice, implementing these models involves establishing the foundations themselves, drafting governance documents that enshrine the company's mission and principles, and creating mechanisms for stakeholder engagement and accountability.

Foundation models have been successfully adopted by several Swiss companies, such as Rolex and Victorinox.⁹⁶ Note, however, that the construct is often the result of careful fiscal considerations, as one of the main rationales is to preserve the attractiveness of the structure for tax deductible charitable funding⁹⁷, and some proponents may find it incompatible to pursue a social impact while trying to design a structure that minimizes tax dues.⁹⁸

Furthermore, most foundations have been designed with the owner's perspective in mind, tailored for mature companies seeking an exit strategy or aiming to secure a legacy that supports the mission's continuity and maintains control for future generations of family businesses. These structures are generally less suitable for entrepreneurs aiming to build impact-driven companies from scratch, which require external financing and private equity support, and who want to embed steward ownership into their projects from the outset, rather than as a transition due to the aging of the founders.⁹⁹

As a result, foundation models may not necessarily embed the full spirit of steward ownership. Particularly in such situations where third party funding is needed, it may be advisable to consider an alternative model, which can better accommodate external stakeholders and investors, rather than focusing on preserving the legacy of the initial founders in a tax-optimized manner or not.

⁹⁶ Neri-Castracane/Bottge, 283 f.

⁹⁷ Neri-Castracane/Bottge, 283 ff.

⁹⁸ This issue has been a criticism directed at Patagonia. See Marija Bartl & Nena van der Horst, "The Transfer of Ownership in the 'Patagonia Case': Tax Avoidance or a Step toward a Non-Extractive Economy?," available at <<https://transformativeprivatelaw.com/the-transfer-of-ownership-in-the-patagonia-case-tax-avoidance-or-a-step-toward-a-non-extractive-economy/>>.

⁹⁹ Pedersen, 35 ff.; Wasserman, 1 ff.

bb) *The Golden Share Model*

In a so-called “golden share” model, a portion of the voting rights is allocated to a specific shareholder, often but not necessarily through a distinct class of stock.¹⁰⁰ Such stock does not usually confer any voting or economic rights, but it can – and will under Swiss law, where every equity holder shall have at least one of the two. The holder of such golden share(s) has a single role: safeguarding the mission; as such, only the golden shareholder can approve a sale of assets, an exit, or changes to the rules of stewardship succession.

Consequently, golden shares are issued exclusively to trusts, foundations, independent entities or appointed neutrals specifically designated to perform such role. One of such entities is the Purpose Foundation, whose charter reportedly requires it to veto any changes that would compromise the separation of voting and dividend rights or attempt a sale. The golden share model is also customizable, as demonstrated by its implementation at Tony’s Chocolonely in the Netherlands¹⁰¹, Stapelstein in Germany¹⁰², or Crowd Container in Switzerland, among others.¹⁰³

Steward ownership is not about granting stewards all powers; what is required is proper balance. Most stewards are company founders or managers, whose commitment to the mission may wane over time. The mission must be protected even from its original promoters, who might change their views, favor their own interests (cooptation), lose faith, or block a reasonable and mission-aligned sale to protect their jobs.¹⁰⁴ In such scenarios, a golden shareholder provides a valuable check and the required balance for investors, more so than foundation models.¹⁰⁵

For a concrete example of possible implementation, the Dutch non for profit entity *we are stewards* has drafted a template shareholders agreement with a golden share model, and clear rules regarding the requirements for a golden shareholder to be appointed and removed.¹⁰⁶ Consent requirements are

¹⁰⁰ Thomas, 175 ff.

¹⁰¹ Holland/Park/Harman, 1 ff.

¹⁰² See, e. g., Stapelstein’s article about purpose company, available at <<https://stapelstein.de/app/uploads/2024/05/purpose-stapelstein-casestudyen-final.pdf>> and Purpose’s case study about Stapelstein, available at <<https://stapelstein.de/app/uploads/2024/05/purpose-stapelstein-casestudyen-final.pdf>>.

¹⁰³ See Purpose’s article “Praxisbeispiele Schweizer Unternehmen”, available at <<https://purpose-schweiz.org/praxisbeispiele>>.

¹⁰⁴ Thomas, 189 ff.

¹⁰⁵ Thomas, 184 ff.

¹⁰⁶ See We Are Steward’s website, available at <<https://wearestewards.nl/en/>>.

included, such as amending the company's mission or key elements of steward ownership, transferring or encumbering a significant part of the company's assets outside the ordinary course of business, entering into mergers, changing agreements with holders of steward shares or founders, applying for stock exchange listings, increasing remuneration, and any changes to the order and magnitude of distributions.

Furthermore, the Impact Term Sheet published by the Dutch non for profit foundation Legal Innovation for Sustainable Investments (LISI) includes a specific module for steward owned companies, detailing possible implementations, including golden shares.¹⁰⁷

IV. Conclusion

We understand that committed founders, who are focused on a long-term mission that requires substantial investment, may find it wise to adopt steward ownership and utilize foundation structures or golden shares to maintain balance and accountability over time. This approach ensures that no single party, founding team or investors, has unchecked power.

We recognize why employees and managers might be attracted to such companies. Being a steward with true governing powers can be more appealing than merely holding stock options in a fast-growing company, which often provide an illusory sense of participation in the company's journey and intended impact.

Obviously, charitable foundations and dedicated service providers may also see the value in promoting steward ownership and may be willing to act as voting trusts or golden shareholders, usually for a fee, to support this governance model.

A more challenging aspect to consider is the following question: why would financial and corporate investors, venture capital funds, and private equity firms be interested in investing in steward owned companies? They would be putting their money at risk with limited chances of significant gains, facing capped profits at best, having no say in the business's operations, which are controlled by a management team they did not select and cannot remove, and having to defer to a third party for an exit that may not materialize, be delayed and occur at a low valuation, only after their investments have been redeemed – depriving them of any potential waterfall of significance.

¹⁰⁷ The Impact Term Sheet can be downloaded for free at <<https://www.lisi-law.eu/impact-term-sheet>>.

We have tried in this article to provide honest answers to such legitimate questions. As it turns out, there are indeed several compelling reasons for equity investors to engage in steward ownership models.

First, a growing crowd of private equity funds, some of them encouraged by the need to differentiate or the pressure from their LPs, are genuinely interested in promoting change and making a positive impact by supporting for profit companies having pledged to achieve an ambitious mission. Steward ownership provides them with a workable, credible and viable framework to do just that.

Second, effective implementation of enhanced governance, as mandated by design in steward-owned companies, can increase value and reduce risk. Numerous investments falter due to inadequate management, imbalance, and insufficient focus. Although steward ownership does not guarantee success – as demonstrated by OpenAI, it provides inherent checks and balances that may offer protective benefits.

Third, the diminished control resulting from prioritizing the mission should not significantly deter private equity firms, which might anyhow impose external management in more typical deals—often a precursor to failure. Moreover, the lack of investor control in steward-owned companies is not absolute.

Finally, capped profits do not equate absence of profits. Returns of three times or more the initial investment are still achievable, aligning with the multiple benchmarks considered acceptable by private equity firms.

Therefore, we strongly believe that private equity should not overlook but actively pursue investments in teams and companies that have embraced steward ownership.

Bibliography

- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), 6. A., Basel 2023 (zit. BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Blanc Mathieu/Chenaux Jean-Luc, Sustainability Through Corporate Purpose: A New Framework for the Board of Directors, in: Canapa Damiano/Chenaux Jean-Luc/Philippin Edgar (Hrsg.), Purpose in Corporate Governance, Bern 2024, 1 ff.
- Bohrer Andreas et al., Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, economiesuisse, 2023.

- Butler Sarah, “Golden shares” to safeguard sustainability at Tony’s Chocolonely, The Guardian vom 31. Mai 2023, <<https://www.theguardian.com/business/2023/may/31/golden-shares-to-secure-sustainability-at-tonys-chocolonely>>.
- Canon Camille et al., Steward-ownership: Rethinking ownership in the 21st century, Purpose Foundation 2020, <https://purpose-economy.org/content/uploads/purposebooklet_en.pdf>.
- Chenaux Jean-Luc/Blanc Mathieu, Corporate Governance, in : Nobel Peter/Müller Christoph, Das Aktienrecht – Kommentar der ersten Stunde, Bern 2023.
- Clark Kate/Holmes Aaron/Victor Jon, OpenAI’s \$86 Billion Share Sale in Jeopardy Following Altman Firing, The Information vom 18. November 2023, <<https://www.theinformation.com/articles/openai-86-billion-share-sale-in-jeopardy-following-altman-firing>>.
- Detablans Therese/Estevés Amanda/McHardy Gemma, Steward-ownership: A short guidebook to legal frameworks, Purpose Foundation vom 2020, <<https://purpose-economy.org/content/uploads/purpose-guidebook-for-lawyers10022021.pdf>>.
- Duhigg Charles, The Inside Story of Microsoft’s Partnership With OpenAI, The New Yorker vom 1. Dezember 2023, <<https://www.newyorker.com/magazine/2023/12/11/the-inside-story-of-microsofts-partnership-with-openai>>.
- Edmans Alex, Grow the PIE: How great companies deliver both purpose and profit, Cambridge 2020.
- George Christophe, Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: How to Tackle Environmental Imperatives in Company Law?, Bern 2023.
- Gerhard Frank/Gasser Fabio, Superstar-CEO’s – eine Herausforderung für die Corporate Governance, GesKR 2024, 13 ff.
- Hanley Aoife et al., The cumulative effects of due diligence EU legislation on SMEs, Policy Department, Directorate-General for External Policies vom September 2023, <[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/702597/EXPO_STU\(2023\)702597_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2023/702597/EXPO_STU(2023)702597_EN.pdf)>.
- Holland Philippa/Park Sung-Hyui/Harman Louise, Tony’s Chocolonely’s Golden Share Model, Bates Wells vom 2023, <<https://bateswells.co.uk/updates/tonys-chocolonelys-golden-share-model/>>.
- Hull David J., Corporate moral responsibility, University of Reading 2023, 9 ff.
- Humbel Claude/Wittkämper Thimo, Corporate Philanthropy und Sozialunternehmertum im Schweizer Unternehmensrecht, Zürich/St. Gallen 2024.
- Jaccard Michel/Thai Anh-Thu, Venture Capital ESG and Sustainable Investments – Where do we stand? What needs to be done?, SZW/RSDA 2023, 272 ff.
- Kaulfuss Laura/Henow Anne, Investor’s Guide – B Corp certification in investment organizations, Center for Sustainable Finance and Private Wealth (o.D.), <<https://www.csp.uzh.ch/en/research/All-Publications/Investors-Guide-to-B-Corp.html>>.

- Lipton Martin/Schwartz Kevin S, Reclaiming “Value” in the True Purpose of the Corporation, WLRK vom 8. Oktober 2020, <<https://www.wlrk.com/webdocs/wlrknew/ClientMemos/WLRK/WLRK.27092.20.pdf>>.
- Li Zhaoyi, Artificial fiduciaries, Washington and Lee Law Review 2023, 1 ff.
- Mayer Colin, Capitalism and crises: How to fix them, Oxford 2023.
- Milano Umberto, Benefits Corporations: International Perspectives and Implications under Swiss Law, Schulthess Zurich 2024
- Neri-Castracane Giulia/Bottge Delphine, The Double Foundation Model – Empowering sustainable stewardship in business, RSDA 2024, 283 ff.
- Neri-Castracane Giulia et al., Legal Status for Sustainable Enterprise in Switzerland. White Paper from the Legal Experts Group, Alliance for Sustainable Enterprises 2023.
- Neri-Castracane Giulia, Sustainable purpose-driven enterprises: Swiss legal framework in a comparative law perspective, Université de Genève 2023, 1 ff.
- Orsagh Matt, Is Degrowth the Next Step in Stakeholder Governance?, Harvard Law School Forum on Corporate Governance vom 24. Januar 2024, <[https://corpgov.law.harvard.edu/2024/01/24/is-degrowth-the-next-step-in-stakeholder-governance/#:~:text=The scholars overwhelmingly suggested that,should still focus on growth](https://corpgov.law.harvard.edu/2024/01/24/is-degrowth-the-next-step-in-stakeholder-governance/#:~:text=The%20scholars%20overwhelmingly%20suggested%20that,should%20still%20focus%20on%20growth)>.
- Parrique Timothée, The political economy of degrowth, HAL open science vom 5. März 2020, <<https://theses.hal.science/tel-02499463>>.
- Pedersen Frederik Hovmark, Ownership at OpenAI: From the Perspective of Enterprise Foundation Governance, Copenhagen Business School vom 15. April 2024, <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4795279>.
- Peter Henry/Vargas Vasserot Carlos/Alcalde Silva Jamie, The International Handbook of Social Enterprise Law, Benefit Corporations and Other Purpose-Driven Companies, Cham 2023.
- Purpose Foundation, Steward-Ownership, Rethinking Ownership in the 21st Century, Purpose Foundation (o.D.), <https://purpose-economy.org/content/uploads/purpose-booklet_en.pdf> (zit. Purpose Foundation, Steward-Ownership).
- Purpose Foundation, Purpose, Money, Power and Stewardship: Decoding the “OpenAI Saga” of 2023, Medium vom 20. Dezember 2023, <https://medium.com/@purpose_network/money-power-and-stewardship-decoding-the-openai-saga-of-2023-ac884bbd4d40> (zit. Purpose Foundation, Purpose, Money, Power and Steward Ownership).
- Purpose Foundation, OpenAI in the Context of Steward-Ownership – Blog Post 1 on the “OpenAI Saga”, Medium vom 20. Dezember 2023, <https://medium.com/@purpose_network/openai-in-the-context-of-steward-ownership-blog-post-1-on-the-openai-saga-dd07fea9eecd> (zit. Purpose Foundation, OpenAI in the Context of Steward-Ownership).

- Purpose Foundation, Bringing Steward-Ownership to Life While Playing on the Field of Capitalism – Blog Post 2 on the “OpenAI Saga”, Medium vom 20. Dezember 2023, <https://medium.com/@purpose_network/bringing-steward-ownership-to-life-while-playing-on-the-field-of-capitalism-blog-post-2-on-the-81eb973948af> (zit. Purpose Foundation, Bringing Steward-Ownership to Life).
- Richa Alexandre, Gouvernement d’entreprise; Notions et Tendances, in: Bahar Rashid et al. (Hrsg.), Modernisation du droit de la société anonyme du 19 juin 2020, Berne 2024.
- Streitfeld David, The Long Shadow of Steve Jobs Looms Over the Turmoil at OpenAI, The New-York Times vom 21. November 2023, <<https://www.nytimes.com/2023/11/21/technology/sam-altman-steve-jobs.html>>.
- Thomas Naveen, Golden Shares and Social Enterprise, Harvard Business Law Review, Vol 12, 157 ff.
- Trasher Michael, The Best-Performing Private Equity Funds Share These Two Attributes, Institutional Investor vom 14. Februar 2024, <<https://www.institutionalinvestor.com/article/2cuk94f4vqr7iwe791lj4/portfolio/the-best-performing-private-equity-funds-share-these-two-attributes>>.
- Trautman Lawrence J., Sam Altman, OPENAI, and the importance of corporate governance, SSRN vom 8. Februar 2024, <<https://ssrn.com/abstract=4679613>>.
- van der Horst Nena, Embedding checks and balances in steward ownership: The case of OpenAI, Transformative Private Law Blog vom 11. Dezember 2023, <<https://transformativeprivatelaw.com/embedding-checks-and-balances-in-steward-ownership-the-case-of-openai/>>.
- Wasserman Noam, OpenAI’s Failed Experiment in Governance, Harvard Business Review vom 30. November 2023, <<https://hbr.org/2023/11/openais-failed-experiment-in-governance>>.
- Weitzel Paul D, AI Governance as Corporate Governance, Tennessee Law Review vom 29. Februar 2024, <<https://ssrn.com/abstract=4789045>>.

Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

- Band 226 **European Integration Perspectives in Times of Global Crises**
13th Network Europe Conference, Athens, 19 – 22 June 2022
ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER, CORINNE REBER (Hrsg.), mit Beiträgen von Michael Ambühl, Jelena Ceranic Perisic, Viorel Cibotaru, Christelle Genoud, Christos V. Gortsos, Iris Goldner Lang, Nora Meier, Peter Christian Müller-Graff, Eva Pils, Clara Portela, Peter R. Rodrigues, 2023 – CHF 39.90.
- Band 227 **Jahrbuch Wirtschaftsrecht Schweiz – EU**
Überblick und Kommentar 2022/23
ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi, Hansjürg Appenzeller, Tobias Baumgartner, David Bruch, Alexander Brunner, Janick Elsener, Jana Fischer, Thomas Geiser, Ulrike I. Heinrich, Vanessa Isler, Eva Jürgens, Brigitta Kratz, David Mamane, Jochen Meyer-Burow, Peter Rechsteiner, René Schreiber, Stefan Sulzer, Selim Tisli, Dirk Trüten, Wesselina Uebe, Andreas R. Ziegler, 2023 – CHF 54.90.
- Band 228 **Nur gut gemeint? – Vorsatz, Absicht und Schuld im Wirtschaftsstrafrecht**
13. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2022
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Ladina Cavelti, Friedrich Frank, Elmar Habermeyer, Daniel Holenstein, Nicolas Leu, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Nora Markwalder, Peter Pellegrini, David Zollinger, 2023 – CHF 39.90.
- Band 229 **Managerhaftung bei Unternehmenskrisen und -zusammenbrüchen**
11. Zürcher Tagung zur Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht – Tagungsband 2022
PETER R. ISLER, ROLF SETHE (Hrsg.), mit Beiträgen von Daniel Dedeyan, Patrick Dummermuth, Peter R. Isler, Karl Schädler, Rolf Sethe, Thomas Trölitzsch, Karl Wüthrich, 2023 – CHF 44.90.
- Band 230 **Neueste M&A-Entwicklungen – von Fachleuten kommentiert**
25. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2022
HANS-JAKOB DIEM, MATTHIAS WOLF (Hrsg.), mit Beiträgen von Sara Banelli, Alexander Cochart, Hans-Jakob Diem, Dieter Dubs, Dieter Gericke, Michael Maag, Alex Nikitine, Mariella Orelli, Fabienne Perlini-Frehner, Katalin Siklosi, Philippe A. Weber, Valentin Wiesner, 2023 – CHF 44.90.
- Band 231 **Fachtagung Bedrohungsmanagement – Umsetzung Istanbul-Konvention**
Tagungsband 2022
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Reinhard Brunner, Regina Carstensen, Nicole Fernandez, Rahel Ott, Gérald Pfeifer, Joder Regli, Claudia Wiederkehr, 2023 – CHF 60.00.

- Band 232 **Finanzmarkt und Strafrecht**
14. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2023
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Friedrich Frank, Sabine Gless, Daniel Holenstein, Doris Hutzler, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Nora Markwalder, Wolfgang Wohlers, David Zollinger, 2024 – CHF 60.00.
- Band 233 **TranSa(n)ktionen, Regulierung, Krypto- & Klepto: Neue und alte Phänomene auf dem Kapitalmarkt**
Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XVIII – Tagungsband 2022
THOMAS U. REUTTER, THOMAS WERLEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Petra Ginter, Jonas Hertner, Benjamin Leisinger, Rebecca Paumgartner-Schori, Matthias Portmann, Cédric Remund, Lukas Roesler, Michael Schneitter, Philip Spoerlé, Annette Weber, 2024 – CHF 60.00.
- Band 234 **Familienstiftungen – neue Perspektiven**
Tagungsband 2024
THOMAS SPRECHER, LUKAS VON ORELLI (Hrsg.), mit Beiträgen von Lukas Brugger, Lukas Eichenberger, Urs Fasel, Michael Fischer, Harold Grüninger, Dominique Jakob, Daniel Leu, Stefan Oesterhelt, Andrea Opel, Thomas Sprecher, Lukas von Orelli, 2024 – CHF 60.00.
- Band 235 **M&A unter geänderten Vorzeichen**
26. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2023
HANS-JAKOB DIEM, MATTHIAS WOLF (Hrsg.), mit Beiträgen von Anja Affolter Marino, Morgan Boëffard, Hans-Jakob Diem, Dieter Dubs, Romain Fakhoury, Frank Gerhard, Alex Nikitine, Fabienne Perlini-Frehner, Marco Sidler, Philippe Weber, Manuel Werder, 2024 – CHF 60.00.
- Band 236 **Fachtagung Bedrohungsmanagement – Reflexion zum Stand der Entwicklungen beim Bedrohungsmanagement**
Tagungsband 2023
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von May Beyli, Massimo Bonato, Reinhard Brunner, Michael Bühl, Elmar Habermeyer, Alexandra Ott Müller, Philippe Vogt, Sven Zimmerlin, 2024 – CHF 60.00.
- Band 237 **When the rubber hits the road – Umsetzung der VAG/AVO Revision**
Tagungsband 2024
HANSJÜRG APPENZELLER, MONICA MÄCHLER (Hrsg.), mit Beiträgen von Hansjürg Appenzeller, Claudia Biedermann, Chiara Di Pietro, Julia Ender Amacker, Helmut Heiss, Vanessa Isler, Alexander Lacher, Monica Mächler, Birgit Rutishauser Hernandez Ortega, Rupert Schaefer, Helmut Studer, Lutz Wilhelmy, 2024 – CHF 60.00.
- Band 238 **EU Enlargement and European Integration: Challenges and Perspectives**
14th Network Europe Conference – Stockholm, 25–26 September 2023
ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER, FATLUM ADEMI (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi, Antonina Bakardjieva Engelbrekt, Melita Carević, Jelena Ceranic Perisic, Viorel Cibotaru, Waltraud Hakenberg, Garine Hovsepian, Andreas Kellerhals, Lee McGowan, Henri Vogt, Ralph Weber, 2024 – CHF 60.00.

Weitere Publikationen und Monografien

Recht und Evidenz in der Pandemie

Juristische Analysen aus zwei Jahren der Covid-19-Bekämpfung

KASPAR GERBER, 2022 – CHF 39.90/59.90.

Der Beitritt der Schweiz zur Europäischen Union

Voraussetzungen, Verfahren, Ausnahmen, Staatsleitung, Volksrechte

MATTHIAS OESCH, DAVID CAMPI, 2022 – CHF 49.90/69.90.

Can. 844 § 4 CIC/83 und Can. 671 § 4 CCEO im Licht des Kommunionstreits der deutschen Bischöfe

ANDREA G. RÖLLIN, 2023 – CHF 79.90/99.90.

75 Jahre GATT

RICHARD SENTI, 2023 – CHF 19.90.

Subventionen in der Schweiz

Implikationen einer Übernahme des EU-Beihilferechts in ausgewählten Sektoren

ANDREAS KELLERHALS, DIRK TRÜTEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi

André S. Berne, Janine Dumont, Dirk Trüten, Wesselina Uebe, 2023 – CHF 79.90/99.90.

Central Bank Digital Currencies (CBDCs)

Proceedings of a Colloquium

CHRISTOS V. GORTSOS, ROLF SETHE (Eds.), mit Beiträgen von Christian Hofmann, Thomas Moser,

Dirk Niepelt, Rolf H. Weber, Chiara Zilioli, 2023 – CHF 39.90/59.90.

Vom Vierwaldstättersee an den Lac Léman

Ausgewählte Schriften aus den Jahren 2014 – 2023

THOMAS GÄCHTER (Hrsg.), Autor: Ulrich Meyer, 2023 – CHF 49.90/69.90.

Der EuGH und die Schweiz

MATTHIAS OESCH, 2023 – CHF 49.90/69.90.

Continuing Legal Education

Ambition and Reality

ANDREAS KELLERHALS, MICHAEL MAYER, JANICK ELSENER (Eds.), mit Beiträgen von James Bellerjeau,

Thomas Gächter, Stephan Göcken, Melissa Hardee, Dirk Hartung, Andreas Kellerhals, Hadrien

Mangeat, Bruno Mascello, Richard Norman, Jed S. Rakoff, Flavio Romerio, Lukas Wyss, 2023 –

CHF 39.90/59.90.

Jahrbuch Wirtschaftsrecht Schweiz – EU

Überblick und Kommentar 2023/24

ANDREAS KELLERHALS, TOBIAS BAUMGARTNER (Eds.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi, Hansjürg

Appenzeller, Tobias Baumgartner, David Bruch, Alexander Brunner, Janick Elsener, Jana Fischer,

Thomas Geiser, Ulrike I. Heinrich, Vanessa Isler, Brigitta Kratz, David Mamane, Jochen

Meyer-Burow, Peter Rechsteiner, René Schreiber, Stefan Sulzer, Dirk Trüten, Wesselina Uebe,

Andreas R. Ziegler, 2024 – CHF 49.90.

The Eurosystem's Monetary Policy at 25 (1999-2023)

Legal Aspects of the Single Monetary Policy in the Euro Area – From the

Establishment of the Eurosystem to the Current Inflation Crisis

CHRISTOS V. GORTSOS, 2024 – CHF 49.90/69.90.

