



# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:  
Dieter Gericke

A wonderful world:  
Neue Möglichkeiten, neues Recht,  
neue Herausforderungen

8. Tagung zu Private Equity  
Tagungsband 2022





# EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

---

Herausgeber:  
Dieter Gericke

## A wonderful world: Neue Möglichkeiten, neues Recht, neue Herausforderungen

8. Tagung zu Private Equity  
Tagungsband 2022

EIZ  Publishing

---



*A wonderful world: Neue Möglichkeiten, neues Recht, neue Herausforderungen* von Dieter Gericke wird unter [Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International](#) lizenziert, sofern nichts anderes angegeben ist.

© 2022 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

**Herausgeber:** Dr. Dieter Gericke – Europa Institut an der Universität Zürich

**Verlag:** EIZ Publishing ([eizpublishing.ch](http://eizpublishing.ch))

**Produktion, Satz & Vertrieb:** [buchundnetz.com](http://buchundnetz.com)

**ISBN:**

978-3-03805-547-1 (Print – Softcover)

978-3-03805-548-8 (PDF)

978-3-03805-549-5 (ePub)

**DOI:** <https://doi.org/10.36862/eiz-547>

**Version:** 1.00 – 202211121

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar:

<https://eizpublishing.ch/publikationen/a-wonderful-world-neue-moeglichkeiten-neues-recht-neue-herausforderungen/>.

# Vorwort

Dank etwas Terminglück konnte die Private Equity Tagung des Europa Instituts an der Universität Zürich im April 2022 zum achten Mal in Folge physisch und ohne Covid-Einschränkungen stattfinden. Entsprechend war die Stimmung nach Aufhebung der letzten Lockdowns ausgezeichnet und die Diskussionen waren intensiv und gehaltvoll.

Als das Programm mit dem Untertitel „A wonderful world“ in den Druck ging, hätte allerdings niemand gedacht, dass im Zeitpunkt der Tagung Europa im Krieg und die Welt in wirtschaftlichen und geopolitischen Nöten sein würde. Vielmehr war die Hochstimmung des Jahres 2021, dem Jahr der wirtschaftlichen Erholung noch spürbar als Russland mit dem Angriff auf die Ukraine gefolgt von Inflation, Chinas Einigelung, Zusammenbruch der Kryptowährungen und Energiekrise der Aufbruchstimmung ein jähes Ende bereitete. Entsprechend nahm das Volumen an Private Equity- und Venture-finanzierten Transaktionen ab und der Bedarf für rechtliche Beratung gleichzeitig zu.

Einige der an der Tagung besprochenen Themen, etwa zu SPACs und zu DLT-Technologien scheinen trotz der wenigen Monate, die seither vergangen sind, fast aus einer anderen Welt. Solche zu Incentive Strukturen und neuen Möglichkeiten mit dem neuen Aktienrecht oder Risiken für den Verwaltungsrat von Start-ups oder dem Schutz von Investoren in Finanzierungsrunden oder auch die Möglichkeiten zum „Mini-IPO“ im SPARKS-Segment dagegen umso aktueller. Auf jeden Fall sind alle Beiträge dieses Tagungsbands ausserordentlich interessant und lesenswert.

Einmal mehr danke ich dem Europa Institut an der Universität Zürich und dort namentlich Nathalie Kuhn als ausgezeichnete Projektleiterin und Sue Osterwalder als kompetenter Verlagsherausgeberin 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 2022

Dieter Gericke



# Inhaltsübersicht

## **Sparks – the new SME market – and SPACs on SIX Swiss Exchange** 9

VALERIA CECCARELLI, Head Primary Markets,  
SIX Swiss Exchange, Zürich

## **La protection de l'investisseur dans les tours de financement : questions choisies** 29

Dr. FRÉDÉRIC ROCHAT, Rechtsanwalt, LL.M., Partner  
bei Kellerhals Carrard, Lausanne

## **Protection of the investor in financing rounds: selected questions** 53

Dr. FRÉDÉRIC ROCHAT, Rechtsanwalt, LL.M., Partner  
bei Kellerhals Carrard, Lausanne

## **Driving Performance: Incentive-Strukturen aus unternehmerischer und rechtlicher Sicht** 77

Dr. MATTHIAS STAEHELIN, Advokat, Notar, DHEE,  
Partner bei VISCHER AG, Basel

## **Der Verwaltungsrat im Start-up-Unternehmen** 113

Dr. CHRISTIAN WENGER, Rechtsanwalt, LL.M., Partner  
bei Wenger Vieli AG, Zürich  
KEVIN VANGEHR, Rechtsanwalt, Wenger Vieli AG, Zürich

## **Nutzbarmachung des neuen Aktienrechts für Private Equity und Venture Capital** 167

Dr. DIETER GERICKE, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei  
Homburger AG, Zürich  
MARGRIT MARTI, Rechtsanwältin, LL.M., Homburger, Zürich

## **DLT-Regulierung und Kryptowelt: Eine Bestandsaufnahme und eine kritische Würdigung der heutigen Dynamik** 203

NATHAN KAISER, Rechtsanwalt





# Sparks – the new SME market – and SPACs on SIX Swiss Exchange

Valeria Ceccarelli

## Content

I.	<a href="#">SIX and SIX Swiss Exchange</a>	9
II.	<a href="#">Sparks, the new SME Market of SIX Swiss Exchange</a>	11
1.	<a href="#">Introduction</a>	11
2.	<a href="#">Sparks Key Cornerstones</a>	12
3.	<a href="#">Sparks Listing Requirements</a>	13
4.	<a href="#">Sparks Maintenance Listing Requirements</a>	14
5.	<a href="#">Transfer from Sparks to the Main Market</a>	15
6.	<a href="#">Sparks First Listing</a>	16
7.	<a href="#">Sparks Benefits</a>	16
a)	<a href="#">For SMEs</a>	16
b)	<a href="#">For Investors</a>	16
8.	<a href="#">SME Ecosystem</a>	17
III.	<a href="#">SPACs</a>	18
1.	<a href="#">SPAC Definition and General Life Cycle</a>	18
2.	<a href="#">Market Development and Trends</a>	20
a)	<a href="#">U.S.</a>	20
b)	<a href="#">Europe</a>	22
c)	<a href="#">Asia</a>	23
3.	<a href="#">SPACs on SIX Swiss Exchange</a>	23
a)	<a href="#">Introduction</a>	23
b)	<a href="#">SPACs Listing Requirements</a>	24
c)	<a href="#">SPAC Maintaining Listing and De-SPAC Requirements</a>	25
d)	<a href="#">The first SPAC listing on SIX Swiss Exchange</a>	26
	<a href="#">References</a>	27

## I. SIX and SIX Swiss Exchange

SIX operates and develops infrastructure services for the Swiss and Spanish stock exchanges, for post-trade services, banking services and financial information with the aim of raising efficiency, quality and innovative capacity across the entire value chain of the Swiss and Spanish financial centers. SIX

connects financial market participants in Switzerland, Spain and throughout the world. The company is owned by around 120 national and international financial institutions.<sup>1</sup>

As the operator of the Swiss stock exchange and the Spanish stock exchange, Bolsas y Mercados Españoles (“BME”), SIX combines listing, trading, settlement, and custody of securities in one place. And as the operator of SIX Digital Exchange, SIX leverages distributed ledger technology to offer a fully integrated, secure end-to-end service for the trading, settlement, and custody of digital assets. Measured in terms of free float market capitalization<sup>2</sup> of its equity listed companies, SIX – with SIX Swiss Exchange and BME – is currently the third-largest exchange group in Europe.<sup>3</sup>

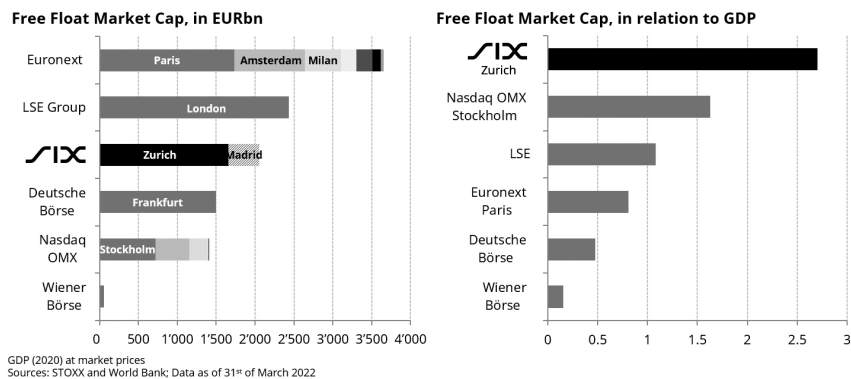


Figure 1 Comparison of free float market capitalization of listed companies across different stock exchanges

With a free float market capitalization of its primary equity listed companies in excess of EUR 1.6 trillion (as of 31 March 2022)<sup>4</sup>, SIX Swiss Exchange is one of the major European exchanges. Putting this number in context of the respective economies, it shows the importance of the Swiss capital market.

<sup>1</sup> See <<https://www.six-group.com/en/company.html>>.  
<sup>2</sup> Defined as market capitalization of publicly tradable shares.  
<sup>3</sup> See <<https://www.six-group.com/dam/download/company/publications/six-drive-2022-en.pdf>>.  
<sup>4</sup> Based on STOXX.

The ratio free float market capitalization / Gross Domestic Product (“GDP”) is in fact in excess of 2.5x<sup>5</sup>, a high ratio on a comparative basis versus other European countries (see Figure 1).

## II. Sparks, the new SME Market of SIX Swiss Exchange

### I. Introduction

Sparks is the recently established SIX Swiss Exchange equity market dedicated to Small and Medium Enterprises (“SMEs”). Through Sparks, SIX aims to facilitate SMEs – both the ones experiencing rapid growth but also more established counterparts – to access the public capital market in Switzerland by developing a functioning public stock market that is specialized in such companies.

*“The public capital market is a supporting pillar of our economic resilience. The new stock market segment Sparks offers fast-growing companies a new and efficient financing channel and ensures that such companies receive sufficient capital to achieve their ambitions in Switzerland.” – Daniela Stoffel, State Secretary for International Finance*

Exchanges play a particularly important role in the access to public equity finance for smaller companies in their region/country. Cross-border activities in the SME space are rather limited. Empirical data suggests that investment sources in the SME space are particularly regional/local.<sup>6</sup>

A Swiss exchange ecosystem for (fast-growing) SMEs is therefore of utmost importance. There are various reasons why it is important that SMEs can raise capital from the public capital market in Switzerland.

Firstly, public capital markets offer unique benefits that help SMEs grow, out-innovate their competitors, and strengthen their resilience.

---

<sup>5</sup> As of 31 March 2022, based on STOXX for the free float market capitalization and World Bank for GDP.

<sup>6</sup> European IPO Report 2020, p.14. “Analysis by Oliver Wyman over 2014-2018 shows that smaller, regional exchanges play a particularly important role in access to equity finance for smaller companies [...] Smaller regional exchanges across Europe host a larger share of IPOs for smaller companies as these companies are more likely to be local...This demonstrates that the diversity of the European exchange landscape and strength of smaller, regional exchanges is important for European companies' ability to access equity markets.”

Secondly, SMEs' access to public capital markets promotes equality of opportunity by enabling anyone to access these investment opportunities.

Thirdly, it supports the creation and retention of jobs, know-how and innovation in Switzerland.

Stock exchanges worldwide have recognized the need of targeting SMEs more specifically and started to increasingly engage in market outreach over the last few years with dedicated support to raise the attractiveness of being listed.

In Switzerland, there have been a number of structural shifts in the market in the last few years. Investments in Swiss start-ups have been on a growth trajectory for 10 years (increasing approximately ten-fold over the past decade) and the growth has accelerated significantly in recent years. In the period 2018-2021, the amount invested in Switzerland in the start-up scene has almost tripled, reaching approximately CHF 3.1 billion.<sup>7</sup>

This increase of investments in start-ups has enabled more entrepreneurs to test and develop their product and service ideas with a view to grow their business. And Switzerland, despite its relatively small size, has a surprisingly high density of interesting start-ups that have and will reach the point of maturity where they can take the next step in their development and potentially look at going public.

Additionally, SMEs also increasingly seek greater financing flexibility and diversification of funding sources. Last but not least, while accessing financing from outside investors represents the prime reason for SMEs going public, Sparks will allow more SMEs to enjoy the full benefits that public capital markets offer, including non-monetary factors such as increased credibility and brand visibility.

## 2. Sparks Key Cornerstones

Since 1 October 2021, SMEs can be listed and traded in the new Sparks segment.

Sparks is a regulated stock exchange equity segment of SIX Swiss Exchange dedicated to SMEs with listing and maintenance requirements tailored to and balanced between the needs of SMEs and investors, and a different trading model (compared to the main market).

---

<sup>7</sup> Swiss Venture Capital Report 2022 of [startupticker.ch](https://startupticker.ch/)/Corporate Finance Association (SECA) from January 2022, p.7.

The segment is central, in the context of a broader set of activities, to enable SMEs to raise capital from the public capital market in Switzerland and allows SIX to orchestrate the deployment of ancillary services that are necessary for SMEs, banks and investors to participate in a Swiss SME financial market.

Investors benefit from the new Sparks condensed trading window which considers the lower trading liquidity on the secondary market of companies with lower market capitalization and supports effective price formation and best-execution in equity securities of such smaller capitalized companies. Trading in Sparks opens at 15.00 CET with an Opening Auction (compared to the opening at 9.00 CET of the main market) and goes in continuous trading until 17.20 CET, with Closing Auction and “Trading at Last” (starting after the Closing Auction) until 17.40 CET<sup>8</sup>.

### 3. Sparks Listing Requirements

For a listing on Sparks, the following listing requirements must be fulfilled on the first day of the listing:

- A total market capitalization up to CHF 500 million (or equivalent amount);
- A track record of at least two years;
- A shareholder base of at least 50 investors;
- A reported equity capital of at least CHF 12 million (or equivalent amount) in accordance with the applicable financial reporting standard, of which at least CHF 8 million must come from a capital increase (against cash payment) in connection with the listing. No capital increase is required if the issuer's equity capital is at least CHF 25 million (or equivalent amount)
  - in accordance with the applicable financial reporting standard - on the first day of trading;
- A free float of at least 15% of the issuer's outstanding securities in the same category;
- A free float market capitalization of at least CHF 15 million (or equivalent).

---

<sup>8</sup> See Trading Guide – Business Day Overview of SIX Swiss Exchange, <<https://www.six-group.com/dam/download/the-swiss-stock-exchange/trading/trading-provisions/regulation/trading-guides/business-day.pdf>>.

Requirement	SIX Main Market	Sparks (SME Segment)	Benefits of Sparks
<i>Track Record</i>	> 3 years (exemptions possible)	> 2 years (exemptions possible)	– Facilitates access for younger companies
<i>Equity-capital requirement</i>	> CHF 25 m	> CHF 12 m	
<i>Equity capital increase requirement</i>	n.a.	> CHF 8 m (if equity capital < CHF 25 m)	– Enhances the quality of peers for smaller companies
<i>Free float requirement (in %)</i>	> 20%	> 15%	– Increases flexibility to optimize ownership structure for younger companies
<i>Free float requirement (in CHF)</i>	> CHF 25 m	> CHF 15 m	
<i>Maximum market capitalization (upon listing)</i>	n.a.	< CHF 500 m	– Enhances visibility for smaller companies
<i>Maximum market capitalization (post listing)</i>	n.a.	< CHF 1 bn (transfer to SIX main market if average over 12-month period is higher)	– Establishes more relevant peer groups for smaller companies
<i>Min. number of investors</i>	n.a.	>50	– Increases effectiveness of price formation and trade execution in shares of companies with smaller market capitalization
<i>Trading hours</i>	Opening auction at 9 am Continuous trading until 5.20 pm Closing auction and TAL until 5.40 pm	Opening auction at 3 pm Continuous trading until 5.20 pm Closing auction and TAL until 5.40 pm	

*All listing requirements must be fulfilled upon listing (on the first day of trading)*

Table 1 Listing requirements of Sparks compared to SIX main market. Source: SIX Swiss Exchange

Table 1 shows the main listing requirements of Sparks compared to SIX main market (operating companies), as well as the expected benefits of Sparks for SMEs and their investors<sup>9</sup>.

#### 4. Sparks Maintenance Listing Requirements

With regards to the conditions for maintaining a listing, companies listed on Sparks need to fulfil the obligations listed below. They are in principle aligned with the requirements of the SIX main market.

Issuers are required to publish an audited annual report and semi-annual (unaudited) financial statements. The annual report comprises the audited annual financial statements, in accordance with the applicable financial reporting standard, as well as the corresponding audit report. There is no obligation to have interim financial statements audited or reviewed by an auditor.

<sup>9</sup> For more information see the SIX Swiss Exchange website on Sparks, retrievable from <<https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/equities/sme-ipo/sparks-sme-stock-exchange.html>>.

In addition, as per the SIX main market, issuers have to fulfil reporting obligations related, among others, to the disclosure of shareholdings, management transactions<sup>10</sup> and price sensitive facts<sup>11</sup> (so called ad-hoc publicity), as well as related to corporate governance.

The SIX Directive on Information relating to Corporate Governance of SIX Swiss Exchange (“DCG”) obliges issuers to make certain key information relating to Corporate Governance available to investors in an appropriate form. While for the other regulatory standards such information has to be published in a separate section within the annual report, Sparks-listed issuers have at their disposal a specifically designed template<sup>12</sup> to fulfil their Corporate Governance reporting requirements and may publish the information in a separate document which is not part of the annual report<sup>13</sup>.

The detailed requirements for maintaining a listing on Sparks can be found in Art. 49 – 56 of the Listing Rules of SIX Swiss Exchange (“LR”).<sup>14</sup>

## 5. Transfer from Sparks to the Main Market

A clearly defined transfer process ensures that Sparks-listed companies can switch to the SIX main market once they have grown to a certain level.

Sparks-listed companies must transfer to the SIX main market if their average market capitalization exceeds CHF 1 billion over a period of 12 months (“Mandatory Change”).

Notwithstanding the aforementioned Mandatory Change, Sparks-listed companies can request a voluntary transfer to the SIX main market after 12 months of being listed<sup>15</sup>.

---

<sup>10</sup> See Art. 56 LR.

<sup>11</sup> See Art. 53 LR.

<sup>12</sup> See SIX Sparks Corporate Governance Template. Retrievable from <<https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/equities/sme-ipo/sparks-corporate-governance-template.html>>.

<sup>13</sup> See Art. 4 para. 2 DCG.

<sup>14</sup> See the Listing Rules of SIX Swiss Exchange. Retrievable from <<https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/listing-rules/lr-en.pdf>>.

<sup>15</sup> Pursuant to art. 3 para. 2 LR.

## 6. Sparks First Listing

On 11 February 2022, Xlife Sciences AG, an incubator of early-stage research projects in the life science industry, was the very first company that listed on Sparks. The company's market capitalization reached CHF 270 million at the end of the first trading day.

## 7. Sparks Benefits

### *a) For SMEs*

With a listing on Sparks, SMEs can benefit from enhanced visibility, a more relevant peer group and more effective price formation in their equity securities while benefitting from all well-known advantages of being a listed company on SIX Swiss Exchange, such as faster and more efficient capital raising, greater resilience, creation of a market for trading of their equity securities, stronger credibility and increased brand visibility towards clients, business partners and employees.

Sparks-listed companies, like all SIX Swiss Exchange-listed companies, qualify for the SIX indices, provided that they fulfil the indices requirements.

Sparks issuers also have at their disposal a concise template that allows them to fulfil their corporate-governance reporting requirements faster and more efficiently (see also 4. Sparks Maintenance Listing Requirements).

Sparks issuers benefit from reduced exchange listing fees – discount of 50% – compared to the other SIX Swiss Exchange equity standards, both at first listing as well as every time they raise and list equity capital on SIX Swiss Exchange<sup>16</sup>.

### *b) For Investors*

Investors benefit from the same level of transparency and regulatory oversight as on the SIX main market. In contrast to other European SME Growth Markets, Sparks is a regulated stock exchange segment where shares are formally listed and not only admitted to trading. The listing status also enables pension funds to allocate these equity shares to their equity share quota<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> See Cl. 2.1.11 of the List of Charges under the Listing Rules of SIX Swiss Exchange (LOC-LR).

<sup>17</sup> See Art. 53 der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2).



Listed companies must treat all investors equally. Thanks to the ad-hoc publicity rules, investors benefit from being immediately informed by the company of any potentially price-sensitive information. And since all SIX Swiss Exchange-listed companies are subject to Swiss Takeover Rules, (minority) shareholders additionally benefit from special protection.

Fast-growing SMEs must oftentimes develop new, disruptive technologies or next-generation business models to challenge incumbents and change the status quo. Therefore, they may have a different risk-to-return profile compared to more established companies and may offer investors a different risk/return profile, as well as a potential upside in terms of social impact.

Sparks condensed trading hours aim to optimize price discovery and the execution of trades, as companies with smaller market capitalizations – such as newly-listed, fast-growing SMEs – will generally trade at lower volumes during their early days as a public company.

## 8. SME Ecosystem

Sparks is a key element in addressing the needs of SMEs and their investors for a dedicated, tailored and regulated exchange venue. In addition, a functioning SME ecosystem requires the continual and concerted efforts of the broader Swiss financial centre. SIX plays a central role in strengthening such ecosystem, through the coordination and the deployment of new capital market services – provided by SIX and/or by third parties – as well as improving the visibility of existing ones.

SIX has launched in the past products and services aimed at strengthening the capital market ecosystem for smaller IPO candidates considering an initial public offering (“IPO”) and smaller listed companies in Switzerland.

Alongside other initiatives, SIX has launched back in 2016 the so-called Stage Program, which aims to increase the visibility of smaller companies on the public capital market. Companies can benefit from a regularly updated factsheet and research reports prepared by experienced partners.<sup>18</sup>

An E-Learning Platform<sup>19</sup>, launched in June 2021, prepares and helps both IPO candidates and listed companies to understand the regulatory requirements

---

<sup>18</sup> See <<https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/equities/stage-program.html>>.

<sup>19</sup> See <<https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/education/equity-issuers.html>>.

they need to fulfil as publicly listed companies and helps them stay up-to-date. The modules cover, among others, ad-hoc publicity, corporate governance, management transactions and disclosure of shareholding.

The contents of the Sparks website<sup>20</sup> is permanently increased. SIX hosts a digital catalogue<sup>21</sup> to aggregate in one place the different services and providers available in the capital markets space. It allows start-ups, IPO candidates, and listed companies to find and compare key capital market services and providers.

In November 2021, a new training series called “Sparks IPO Academy”<sup>22</sup> was launched. It is an exclusive training program, lasting six months, designed to prepare and equip the leaders of SMEs with growth ambitions ahead of a potential Sparks IPO. The training, organized by SIX in cooperation with public capital market experts, helps IPO candidates to check whether they are prepared for their potential IPO and gets them ready to take the next steps.

SIX also engages in a partnership with more established players in the scale-up environment, in order to further increase the awareness of Sparks in the Swiss scale-up ecosystem.

The continual support of the Swiss financial center and relevant market participants is key in establishing and growing the public SME ecosystem with new capital market services and distribution channels tailored to SMEs.

### III. SPACs

#### 1. SPAC Definition and General Life Cycle

A Special Purpose Acquisition Company (“SPAC”) is a “cash shell” company created with the purpose of acquiring a private operating company and taking it public. In different words, SPACs are a viable capital market avenue for investors looking to deploy capital and companies seeking liquidity and they facilitate a private-equity-style deal in a public market context.

---

<sup>20</sup> See <[https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/equities/sme-ipo/sparks-sme-stock-exchange.html?utm\\_campaign=vanity\\_url&utm\\_medium=redirect&utm\\_source=www.six-group.com/sparks](https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/equities/sme-ipo/sparks-sme-stock-exchange.html?utm_campaign=vanity_url&utm_medium=redirect&utm_source=www.six-group.com/sparks)>.

<sup>21</sup> See <<https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/listing/equities/sme-ipo/sparks-digital-catalog.html>>.

<sup>22</sup> See <[https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/education/pre-ipo/sparks-ipo-academy.html?utm\\_campaign=vanity\\_url&utm\\_medium=redirect&utm\\_source=www.six-group.com/sparks-academy](https://www.six-group.com/en/products-services/the-swiss-stock-exchange/education/pre-ipo/sparks-ipo-academy.html?utm_campaign=vanity_url&utm_medium=redirect&utm_source=www.six-group.com/sparks-academy)>.

SPACs are not new to the market: a SPAC is a financial construction adapted from [reverse mergers](#) that started in the 90ties. Investment banker David Nussbaum and lawyer David Miller invented the special-purpose acquisition company in 1993 to give private firms another way to access everyday investors.<sup>23</sup>

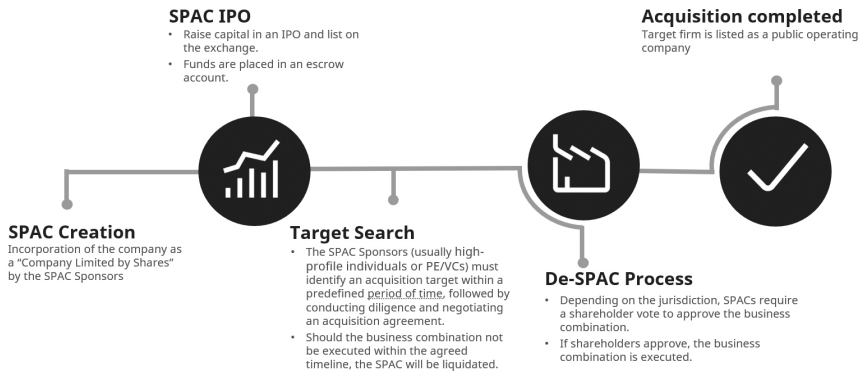


Figure 2 The SPAC Lifecycle

A SPAC raises capital for an acquisition through an IPO on an exchange. Usually, high-profile individuals, industry experts or private equity/venture capital fund managers act as sponsors for the SPAC and they are responsible to identify an acquisition target within a specific timeframe.

Typically, the sponsor covers the SPAC's operating costs and takes at nominal price a block of shares amounting to 20% of post-IPO equity as its compensation (also called "promote").

In the process of going public, a SPAC usually sells units that consist of a common share and a fraction of a warrant. Proceeds raised from the SPAC IPO are held in an escrow or trust account.

The SPAC sponsor looks for a target – can be in an unspecified industry or in a specific sector as described in the SPAC prospectus and marketing material for the IPO – and either completes the merger/acquisition within the required timeframe or returns the funds raised to the investors and liquidates the SPAC.

<sup>23</sup> Ramkumar.

Once the target is identified, terms of a merger are negotiated and additional capital is often raised to fund the transaction. Many SPACs require a shareholder vote to approve the business combination and any additional financing.

If shareholders approve the acquisition, the business combination is executed in the process called “De-SPAC”: the target becomes a listed operating company and SPAC investors become shareholders in such publicly listed company.

## 2. Market Development and Trends

Although SPACs have been around since the 90ties, the renewed fashion in the use of such vehicles began in the year 2020<sup>24</sup> with the surge in the U.S., raising for the year 2020 in excess of USD 80 billion (according to SPAC Analytics) – and SPACs grew in popularity and acceptance.

Their popularity had already increased in the years preceding the 2008 financial crisis: between 2003 and 2008, there were 161 SPAC IPOs in the U.S. raising over USD 21 billion.<sup>25</sup> In 2020-2021 global SPAC IPOs reached unprecedented levels, peaking in Q1 2021 in the U.S. By Q1 2021, the number of listings as well as the capital raised by U.S. SPACs had already overtaken the record level of 2020. The activity contracted in Q2 2021 in the U.S. as a result of increased regulatory scrutiny, nevertheless the capital raised by SPACs for the full 2021 exceeded USD 160 billion.

In the first quarter 2022 in line with the sharp decline in global IPO activity there was a considerable fall in SPAC IPOs. According to PWC<sup>26</sup> in Q1 2022 there were 64 SPAC IPOs globally (decreasing by 79% versus the same period last year) of which 55 in America (decreasing by 82% versus Q1 2021).

### a) U.S.

In both 2020 and 2021 SPAC listings were a key driver of the equity markets activity in the U.S. According to SPAC Analytics, in both years there were more SPAC listings than traditional IPOs, raising in excess of USD 80 billion and USD 160 billion respectively in 2020 and 2021.<sup>27</sup>

---

<sup>24</sup> De Heredia/Fernandez-Galiano/Garcia.

<sup>25</sup> Source: SPAC Analytics, retrievable from <<https://spacanalytics.com/>>.

<sup>26</sup> Source: PWC Global IPO Watch Q1 2022, retrievable from <<https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/ipo-centre/assets/pwc-global-ipo-watch-q1-2022.pdf>>.

<sup>27</sup> Source: SPAC Analytics, retrievable from <<https://spacanalytics.com/>>.

### US SPAC Market (2017-2021)

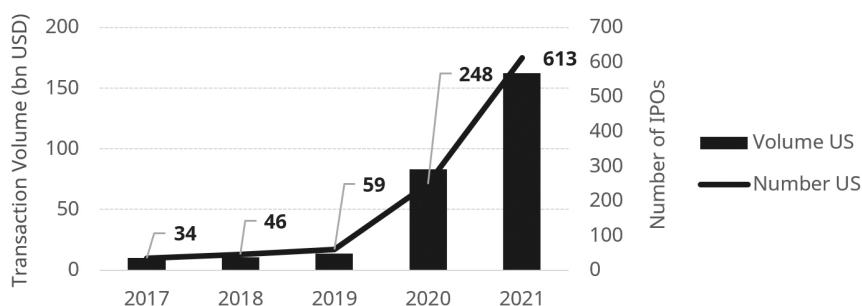


Figure 3 Development of the U.S. SPAC Market (Source: SPAC Analytics)

According to EY, in 2021 alone, more than 200 SPAC mergers were announced, representing more than USD 500 billion in aggregate transaction value. Despite the flurry of SPAC IPOs and mergers in 2021, there have been a variety of challenges since they hit their peak in Q1 2021. In response, SPACs have shown remarkable flexibility to evolve and adapt to changing environments.<sup>28</sup>

Because of the media and regulatory scrutiny, the increased risks have been acknowledged. In December 2020, SEC staff issued a guidance document on SPAC disclosure. This document highlights that SPAC sponsors, directors, and officers should clearly disclose potential conflicts of interests as well as whether conflicts related to other business activities include fiduciary or contractual obligations to other entities. In addition, they should provide information about how conflicts of interest will be addressed.<sup>29</sup>

As another example, on 10 March 2021, the U.S. SEC launched an alert cautioning investors not to make investment decisions related to SPACs based solely on celebrity involvement.<sup>30</sup>

The SEC Investor Advisory Committee published SPAC recommendations in August 2021, which, in particular, call for the SEC to enhance its focus on SPAC

<sup>28</sup> 2021 EY Global IPO Trend Report of EY from 16 December 2021, p. 26.

<sup>29</sup> Report on SPACs: Impacts on Transparency, Information Disclosure, Investor Protection and Supervision of Better Finance/CFA Institute from March 2022, p. 27.

<sup>30</sup> Investor Alert of the SEC from 10 March 2021, retrievable from <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/celebrity-involvement-spacs-investor-alert>.

disclosures and exercise stricter enforcement on a number of items (conflict of interest, economic effect of dilution, mechanism of the De-SPAC process, how to assess the readiness of the target, minimum due diligence, etc).<sup>31</sup>

## b) Europe

Most European SPACs up to 2020 have been listed in the UK including the first ever SPAC in Europe on AIM in 2005.

The main exchanges in Europe (London Stock Exchange, Euronext, Deutsche Börse, Nasdaq Stockholm and SIX Swiss Exchange) today allow SPAC listings. Most SPAC transactions in Europe have taken place in a handful of countries.<sup>32</sup>

In Europe, SPACs have not experienced the same success as in the U.S. but started to pick up in 2021. In terms of capital raised, the transactions in Europe represented only a small fraction of the capital raised in the U.S., nevertheless Europe's SPAC IPOs showed impressive growth in 2021, both in terms of number as well as capital raised.

**EMEA SPAC Market (2017-2021)**

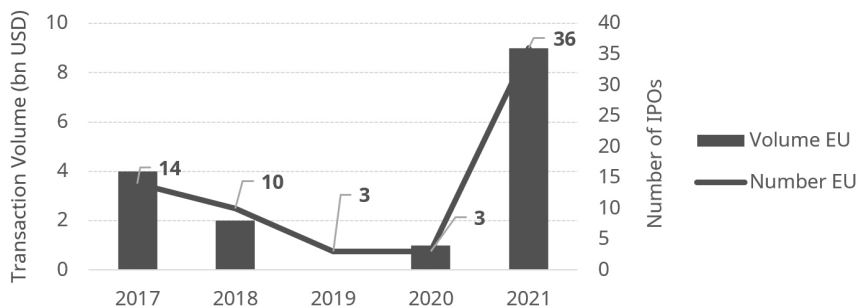


Figure 4 Development of the EMEA SPAC Market (Source: Global IPO Watch 2021, PwC)

London Stock Exchange, a leader in European SPACs listing prior to 2020, had lagged behind in the period 2020-2021 due to unfavorable listing rules.

<sup>31</sup> See Draft Recommendations of the Investor as Purchaser and Investor as Owner Subcommittees of the SEC Investor Advisory Committee regarding Special Purpose Acquisition Companies from 26 August 2022, retrievable from <<https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/draft-recommendation-of-the-iap-and-iao-subcommittees-on-spacs-082621.pdf?source=email>>.

<sup>32</sup> Better Finance/CFA Institute, SPACs Report, p. 8.

In August 2021, the Financial Conduct Authority (FCA) adjusted the UK listing rules with the aim to increase investor protection whilst making the UK a more attractive jurisdiction to list SPACs. SPACs that meet the criteria under the FCA's new rules are able to benefit from the disapplication of the existing general presumption that trading should be suspended when a SPAC announces its potential acquisition target.

The fact, the UK moved towards the U.S. and other European regimes, including requirement of shareholders' approval for the business combination, redemption rights for dissenting shareholders, ring-fencing of the amount in escrow and minimum size of the SPAC.<sup>33</sup>

The SPAC structure in Europe has evolved and while there are some differences, European SPACs have been trying to replicate the U.S. characteristics within different European jurisdictions and respective legal framework. Investor protection has improved in European SPACs, giving the structure more acceptance by the investors.

#### *c) Asia*

Malaysia and South Korea were the only Asian countries that allowed SPACs until 2021.

According to EY, in Asia-Pacific, 20 SPAC IPOs were listed on the Korea Stock Exchange in 2021 (as of 8 December), raising a total of USD 261 million.<sup>34</sup>

The Singapore Exchange has issued rules on SPAC IPOs in 2021 and has seen 3 SPAC listings in 2022 (as of 31 May).

The Hong Kong Stock Exchange has completed its market consultation on SPAC IPOs in Q4 2021. The new rules came into effect in January 2022.

### **3. SPACs on SIX Swiss Exchange**

#### *a) Introduction*

Following the growing number of SPAC transactions in the U.S. in 2020 and the increasing pipeline in several European markets, the interest for such transactions had increased as well in Switzerland.

---

<sup>33</sup> Fitzpatrick/Maleno.

<sup>34</sup> EY, 2021 Global IPO Trends report, p. 24.

SIX closely monitored the SPAC market developments and the demand around SPACs for its market and – in response to a regulatory need – developed a new dedicated listing standard for SPACs.

SPACs can be listed and traded on SIX Swiss Exchange since 6 December 2021.<sup>35</sup>

Companies seeking a listing as a SPAC are principally subject to the same listing requirements as other listed companies on SIX Swiss Exchange, but adapted to the specific characteristics of a SPAC while upholding an appropriate degree of investor protection.

Regulatory disclosure requirements for SPACs at IPO as well as at the time of De-SPAC aim to provide investors with the relevant details to take informed investment decisions.

A SPAC has two ways in which it can go public on SIX Swiss Exchange: list equity securities or list convertible-bond securities, which are converted into nominally-equivalent shares at the De-SPAC.

#### *b) SPACs Listing Requirements*

SPACs seeking admission to list on SIX Swiss Exchange are exempt from the financial track record requirement and from publishing historical financial information.<sup>36</sup>

However, companies seeking a listing as a SPAC are principally subject to higher listing requirements, in terms of disclosure requirements, as other listed companies on SIX Swiss Exchange to uphold an appropriate degree of investor protection. The key additional requirements include:

- The company's only purpose must be the acquisition of, or merger with, one or more operational companies.
- The capital raised at the IPO must be placed in an escrow deposit account at a bank.
- Within 3 years (or less), a business combination must be completed.

---

<sup>35</sup> See Press Release from SIX Swiss Exchange from the 16 November 2021, retrievable from <<https://www.six-group.com/en/newsroom/media-releases/2021/20211116-spacs-six-ser.html>>.

<sup>36</sup> See Art. 89 lit. i LR.



- The company's founders, sponsors, members of the board of directors, and management must have a lock-up agreement in place that restricts them from selling shares in the business combination for at least 6 months after the De-SPAC.
- The company is required to publish additional, specific information in the prospectus. Among others, it must disclose:
  - information on its founders, on their economic interests in the company (including compensation schemes), on potential conflicts of interest, and on lock-up periods;
  - the conditions under which additional capital may be raised (including private placements);
  - the amount an investor would retrieve if such investor opposes a De-SPAC or if the SPAC is delisted and liquidated;
  - the details on the industry it is targeting for the acquisition;
  - presentation of scenarios of how large the dilution of a public shareholder in the De-SPAC may be based on the given capital structure and the securities offered in the IPO. This includes at least (i) disclosure of what percentage of shares sponsor / management / public shareholders / other types of shareholders will hold in the company after the De-SPAC; (ii) disclosure of any other compensation components in favor of the sponsor or management apart from SPAC shares or shares in the company after the De-SPAC; (iii) concrete numerical indication of the maximum dilution effect for the different investor groups; (iv) indication of the maximum dilution effect of any convertible financial instruments, in particular warrants.

The detailed requirements for listing a SPAC on SIX Swiss Exchange can be found in the Listing Rules and the Directive on the Listing of SPACs of SIX Swiss Exchange.

#### *c) SPAC Maintaining Listing and De-SPAC Requirements*

SPACs are subject to the same reporting requirements as other listed companies on SIX Swiss Exchange. In addition to executives and board members though, also sponsors and founding investors of a SPAC must disclose any transaction in securities of the said company.<sup>37</sup>

For the De-SPAC process a number of requirements need to be fulfilled as well as for maintaining listing after completion of the De-SPAC, to ensure that investors stay protected.

---

<sup>37</sup> See Art. 89 lit. k LR.

- The SPAC must prepare an information document about the target company and about the structure of the combined entity. The SPAC must publish this information in accordance with ad-hoc publicity requirements. An independent body, such as a recognized auditing firm, shall review the appropriateness of the offer, in particular with regard to the determined value of the acquisition target, and shall prepare a report thereon. The SPAC must publish this report in the information document.
- A majority vote at a specially convened investor meeting is necessary to execute the proposed acquisition(s) or merger(s).
- Opposing investors have the right to return their securities to the company and retrieve their share of the funds in the escrow account.
- The combined entity is required to publish quarterly financial statements for a maximum of two years if the acquired operational company does not have audited annual financial statements dating back three years in accordance with a recognized accounting standard. The first quarterly financial statements must be prepared for the first full quarter following the execution of the De-SPAC.
- For convertible bond SPACs, the underlying shares at conversion must fulfil the free float requirement of the regulatory standard the SPAC is transferring to.

All the detailed requirements for the De-SPAC process as well as for maintaining the listing, before and after the De-SPAC, can be found in the Listing Rules and in the Directive on the Listing of SPACs of SIX Swiss Exchange.

#### *d) The first SPAC listing on SIX Swiss Exchange*

VT5 Acquisition Company AG ("VT5") was the first SPAC to take advantage of the SPAC regulatory standard of SIX Swiss Exchange through its IPO, that took place on 15 December 2021. It was the first SPAC IPO in Switzerland.

The VT5 IPO comprised the offering of 20'000'001 class A shares alongside 6'666'657 redeemable warrants, at CHF 10.00 per share plus 1/3 of a warrant per share. The class A shares and redeemable warrants were offered as a package but can be traded separately immediately upon listing. The placement volume was CHF 200 million.

VT5 seeks to unlock investment opportunities for investors by entering into a business combination with a technology and innovation leader with a scalable business model, a strong market position as well as attractive growth and

profitability prospects. Geographically, VT5 is looking to acquire a business in Central and Northern Europe with a focus on the DACH region and in particular on Switzerland.

## References

- De Heredia Tomás/Fernandez-Galiano Javier/Garcia Mayrin, The SPACs boom: Europe picks up the pace, Deloitte Insight of 14 July 2021, <<https://www2.deloitte.com/xe/en/insights/industry/financial-services/spacs-in-europe.html>>.
- Fitzpatrick Emma/Maleno Stuart, SPACs in the UK – the new listing rules and their potential impact on deal activity and claims trends, Clyde & Co Insights of 1 June 2022, <<https://www.clydeco.com/en/insights/2021/08/spacs-in-the-uk-the-new-listing-rules-and-their-po>>.
- Ramkumar Amrith, SPAC Pioneers Reap the Rewards After Waiting Nearly 30 Years, The Wall Street Journal of 9 March 2021, <<https://www.wsj.com/articles/they-created-the-spac-in-1993-now-theyre-reaping-the-rewards-11615285801>>.



# La protection de l'investisseur dans les tours de financement : questions choisies

Frédéric Rochat

## Table des matières

<a href="#">Introduction</a>	<a href="#">30</a>
I. <a href="#">Les droits de contrôle</a>	<a href="#">30</a>
1. <a href="#">L'information</a>	<a href="#">30</a>
a) <a href="#">Le système légal</a>	<a href="#">30</a>
b) <a href="#">Les enjeux des droits contractuels</a>	<a href="#">31</a>
c) <a href="#">Les différents types de clauses d'information</a>	<a href="#">33</a>
d) <a href="#">Le droit de vérification</a>	<a href="#">34</a>
2. <a href="#">L'influence : participation au conseil d'administration</a>	<a href="#">35</a>
a) <a href="#">Désignation d'un administrateur</a>	<a href="#">35</a>
b) <a href="#">Désignation d'un observateur</a>	<a href="#">36</a>
3. <a href="#">Droit de veto</a>	<a href="#">37</a>
II. <a href="#">Les prêts convertibles</a>	<a href="#">39</a>
1. <a href="#">Contexte</a>	<a href="#">39</a>
2. <a href="#">Contraintes du Code des obligations</a>	<a href="#">40</a>
a) <a href="#">Capital conditionnel</a>	<a href="#">40</a>
b) <a href="#">Droit de souscrire préalablement à l'emprunt et droit préférentiel de souscription</a>	<a href="#">42</a>
3. <a href="#">Conversion et taux de conversion</a>	<a href="#">44</a>
a) <a href="#">Mécanisme de compensation</a>	<a href="#">44</a>
b) <a href="#">Conversion obligatoire ou facultative</a>	<a href="#">45</a>
c) <a href="#">Anti-dilution</a>	<a href="#">45</a>
d) <a href="#">Superposition de prêts convertibles</a>	<a href="#">46</a>
III. <a href="#">Questions liées à une mise en bourse (IPO)</a>	<a href="#">46</a>
1. <a href="#">Classe d'action unique</a>	<a href="#">46</a>
2. <a href="#">Conflits d'intérêts</a>	<a href="#">47</a>
3. <a href="#">Clauses particulières des conventions d'actionnaires</a>	<a href="#">48</a>
IV. <a href="#">Gestion de nombreux actionnaires</a>	<a href="#">50</a>
V. <a href="#">Conclusion</a>	<a href="#">51</a>
<a href="#">Bibliography</a>	<a href="#">51</a>

## Introduction

Cet article a pour but de mettre en exergue certaines questions et problématiques, tirées de la pratique, en relation avec la protection contractuelle des investisseurs au capital de sociétés suisses lors de tours de financement.

Les développements qui suivent traiteront des droits de contrôle accordés à l'investisseur (I), des pièges à éviter en relation avec des investissements sous forme de prêts convertibles (II), de certaines chausse-trappes à avoir à l'esprit dans la perspective d'une future mise en bourse de la société (III) et, finalement, de certaines suggestions d'ordre pratique dans la gestion d'un cercle important d'actionnaires (IV).

### I. Les droits de contrôle

L'étendue du contrôle qui sera donné à l'investisseur dépendra de l'importance relative de son investissement, par rapport aux fondateurs, d'une part, et aux autres investisseurs, d'autre part.

Sans entrer dans de longs développements sur les intérêts divergents et convergents entre les fondateurs d'une société et les investisseurs qui financent son développement, relevons que le succès d'une entreprise tient souvent en grande partie à son management. Ainsi, l'investisseur qui a décidé d'entrer au capital d'une société soigneusement sélectionnée devra se demander s'il est toujours dans son intérêt d'augmenter le pouvoir des investisseurs, dont il fait partie, mais qu'il ne contrôle pas nécessairement. En d'autres termes, l'investisseur préfère-t-il accorder sa confiance à l'équipe de management ou au groupe des investisseurs ? La réponse dépendra bien souvent du type de problématique et des circonstances.

A mon sens, un contrôle efficace de l'investisseur sur la société repose sur trois piliers : l'information, l'influence dans la formation de la décision sociale et le droit de s'opposer à certaines décisions.

#### 1. L'information

##### a) *Le système légal*

Il est notoire que les droits à l'information que la loi réserve à l'actionnaire sont très limités. C'est la conséquence logique de l'absence de devoir de fidélité ou de loyauté des actionnaires vis-à-vis de la société : sans protection de la

société contre une utilisation abusive par les actionnaires, il est nécessaire de limiter significativement les informations qui leur sont communiquées. C'est pourquoi le droit suisse, en son état actuel, ne donne aux actionnaires qu'un droit à obtenir le rapport annuel (art. 696 CO) et à poser des questions lors de l'assemblée générale, tandis que la possibilité de consulter les documents est soumise à l'approbation préalable de l'assemblée générale ou du conseil d'administration (art. 697 CO). Le nouveau droit de la société anonyme élargira modestement ce droit à l'information des actionnaires, principalement en permettant à des actionnaires détenant ensemble un pourcentage minimum d'actions de poser des questions au conseil d'administration (art. 697 nCO) et de demander la consultation de documents (art. 697a nCO) en tout temps, et non plus seulement durant l'assemblée générale. Mais le nouveau droit, comme le droit actuel, continuera à prendre en compte les intérêts de la société (notamment la protection des secrets d'affaires), renvoyant à une procédure particulière faisant intervenir un tiers indépendant, sous l'autorité du juge, lorsque l'intérêt légitime de l'actionnaire à l'information se heurte à un intérêt légitime de la société à la confidentialité (actuellement « contrôle spécial » selon les art. 697a ss CO, nouvellement appelé « examen spécial » dans le nouveau droit aux art. 697c ss nCO).

*b) Les enjeux des droits contractuels*

Les parties sont donc renvoyées à la documentation contractuelle – le plus souvent la convention d'actionnaires – pour aménager des droits à l'information plus étendus, en échange d'obligations de fidélité, de confidentialité, voire de non-concurrence. Les contours de ces droits et obligations réciproques sont négociés dans chaque cas particulier en fonction notamment des paramètres suivants.

- *Risque d'abus.* L'appréciation du risque lié à un potentiel abus des informations communiquées dépendra, d'une part, de la nature des activités de la société, plus ou moins sensible à la divulgation d'informations, et, d'autre part, du type d'investisseurs impliqués. En règle générale, les investisseurs institutionnels (y compris les fonds de capital-risque ou de *private equity*) sont moins susceptibles d'abuser d'informations qui leur sont transmises que des concurrents ou d'autres acteurs du même secteur. Néanmoins, cette règle générale souffre des exceptions, notamment lorsqu'un fonds compte parmi son portefeuille d'investissements d'autres sociétés actives dans le même domaine. Cette situation donne souvent lieu à des discussions compliquées, le fonds concerné ne pouvant ou ne voulant pas se lier, notamment en restreignant sa liberté ou celle des autres

sociétés en portefeuille, tandis que la société et les autres investisseurs souhaitent prévenir par un mécanisme de « paravents chinois » une transmission néfaste d'informations confidentielles.

- *Attention du management.* En déterminant l'étendue des droits à l'information garantis par le contrat, les parties doivent veiller à prendre en compte le temps et l'attention qui seront nécessaires pour les satisfaire. Ainsi, des rapports mensuels détaillés, accompagnés de présentations orales, s'ils peuvent paraître souhaitables aux investisseurs, auront vraisemblablement pour effet de détourner à l'excès le management de sa tâche principale : le développement des affaires dans l'intérêt de tous.
- *Obligations internes des investisseurs.* Certains investisseurs doivent obéir à des règles internes de communication à leurs propres actionnaires, qui les forcent à obtenir certaines informations de toutes leurs sociétés en portefeuille. De telles obligations doivent être identifiées assez tôt dans le processus de négociation d'un tour de financement, car elles sont susceptibles, dans des cas extrêmes, de constituer un obstacle à la transaction.
- *Risque de responsabilité d'organe de fait.* Le fait pour un investisseur de recevoir des informations étendues, conjugué à l'exercice d'autres droits de contrôle (notamment les droits de veto évoqués ci-dessous), lui fait courir le risque d'une responsabilité en qualité d'organe de fait en cas de faillite de la société.<sup>1</sup> L'investisseur aura donc un intérêt propre à trouver le juste équilibre dans le niveau d'information et de contrôle qui lui est garanti contractuellement.
- *Egalité de traitement.* Dans la mesure où tous les actionnaires sont parties à la convention d'actionnaires qui règle les droits à l'information, il me paraît que le conseil d'administration peut suivre les règles prévues sans encourir le reproche de violer l'égalité de traitement. En revanche, des actionnaires qui ne seraient pas parties à la convention d'actionnaires pourraient se plaindre d'une violation de ce principe. Cependant, le principe d'égalité de

---

<sup>1</sup> TF 4A\_133/2021 du 26 octobre 2021: « La responsabilité fondée sur [l'art. 754 CO] incombe [...] non seulement aux membres du conseil d'administration, mais aussi aux organes de fait, c'est-à-dire à toutes les personnes qui s'occupent de la gestion ou de la liquidation de la société, à savoir celles qui prennent en fait les décisions normalement réservées aux organes ou qui pourvoient à la gestion, concourant ainsi à la formation de la volonté sociale d'une manière déterminante (ATF 132 III 523 c. 4.5 p. 528 s.; 128 III 29 c. 3a p. 30 s.; arrêt 4A\_294/2020 du 28 décembre 2020 c. 3.1). Pour qu'une personne soit reconnue comme administrateur de fait, il faut qu'elle ait eu la compétence durable de prendre des décisions excédant l'accomplissement des tâches quotidiennes, que son pouvoir de décision apparaisse propre et indépendant et qu'elle ait été ainsi en situation d'empêcher la survenance du dommage (ATF 136 III 14 c. 2.4 p. 20 ss; 132 III 523 c. 4.5 p. 528 s.). »



traitement est relatif et permet (voire impose) de traiter différemment des actionnaires dans des situation différentes. Partant, à mon avis, il peut se justifier de refuser certaines informations à des actionnaires non parties à la convention d'actionnaires, au motif qu'ils n'ont pas accepté d'obligations de confidentialité ou de fidélité vis-à-vis de la société. Mais cette appréciation peut être délicate et le conseil d'administration devra être attentif lorsque la convention d'actionnaires n'inclut pas l'intégralité du capital.

c) *Les différents types de clauses d'information*

Sans prétention à l'exhaustivité, il me semble possible de classer les clauses contractuelles conférant un droit à l'information selon plusieurs points de vue :

- *Information spontanée ou sur demande.* Les clauses d'information prévoient généralement une information spontanée de la part de l'emprunteur sur des points spécifiques : comptes annuels et rapport de révision, budgets, rapports périodiques avec pointages financiers (*management accounts*), vérification de l'atteinte d'objectifs en lien avec le business plan, annonce d'événements particuliers (dépôts de brevets, litiges, sanctions, contrats importants). Il est fréquent que les investisseurs soient habilités à recevoir en outre la documentation remise aux membres du conseil d'administration. Mais les conventions permettent souvent aux investisseurs d'obtenir aussi des informations sur demande, notamment pour se conformer à des contraintes réglementaires ou à leurs obligations envers leurs propres investisseurs.
- *Information écrite ou orale.* L'information consiste le plus souvent en des rapports ou communications écrits. L'investisseur sera bien inspiré de se réserver aussi le droit de mener des entretiens (périodiques ou sur requête) avec les responsables de la société pour avoir une meilleure compréhension de la situation concrète de l'entreprise.
- *Information passive ou dynamique.* En plus de la réception des documents et informations que lui fournit le management, l'investisseur peut avoir intérêt à s'investir personnellement dans le suivi régulier des affaires de l'emprunteur, par le biais d'un poste de membre ou d'observateur au sein du conseil d'administration (voir ci-dessous).

d) *Le droit de vérification*

Pour s'assurer que les informations transmises sont correctes, l'investisseur s'assurera également un droit contractuel à pouvoir les vérifier. Cette vérification pourra prendre la forme d'entretiens avec le conseil d'administration, le management ou l'organe de révision ou de consultation des livres de la société. Pour tenir compte des enjeux liés à la protection des secrets d'affaires, il n'est pas rare de recourir à l'intervention d'un tiers indépendant pour vérifier certaines informations sensibles.

Ce droit de vérification pose certaines questions en pratique, car il faut trouver un juste équilibre entre, d'une part, le risque de tromperie de l'investisseur par la divulgation d'informations erronées ou partielles et, d'autre part, le risque qu'un investisseur pointilleux et soupçonneux, voire désireux de semer la zizanie pour des raisons tactiques, ne vienne perturber la marche des affaires.

- *Droit de lever copie ?* A mon avis, sauf clause contraire, le droit de consultation n'implique pas le droit de recevoir des copies. En revanche, à moins de circonstances particulières, il me paraît que le titulaire du droit de consultation a le droit de faire lui-même des copies des documents consultés, pour autant qu'il en garantisse la confidentialité et la sécurité.
- *Préavis ?* La convention d'actionnaires prévoit souvent un délai de préavis minimum. Si cela va de soi pour la remise de documents, il en va de même à mon avis pour des visites dans l'entreprise ou des entretiens avec des organes. Si l'on peut comprendre le souci d'un investisseur d'éviter que l'information ne puisse être trafiquée par le management dans ce délai, il ne faut pas perdre de vue les risques opérationnels pour la société liés à une arrivée inopinée d'une brigade d'experts (déstabilisation du personnel, désorganisation, manœuvres tactiques dans une guerre entre actionnaires, etc.).
- *Droit de choisir ses interlocuteurs ?* Bien que rare en pratique, il est envisageable qu'une clause contractuelle garantisse à l'investisseur de pouvoir choisir son interlocuteur pour répondre à ses questions. Par exemple, ceux qui pratiquent la due diligence savent qu'il est parfois édifiant d'obtenir une réponse spontanée d'un comptable sur telle ou telle pratique inhabituelle au sein d'une société, plutôt que la réponse bien préparée du directeur financier ! Naturellement, comme pour la problématique du préavis ci-dessus, la possibilité de telles prises de contact directes avec des employés subalternes ignorant souvent la nature des relations entre le management et les investisseurs n'est pas sans risque opérationnel pour la société.

## 2. L'influence : participation au conseil d'administration

### a) Désignation d'un administrateur

Les investisseurs ont généralement le droit de désigner un ou plusieurs représentant(s) au sein du conseil d'administration. Ce droit leur permet, d'une part, d'assurer une information dynamique et, d'autre part, de participer à la formation de la volonté sociale et de défendre leurs intérêts spécifiques.

Notons les points suivants :

- « Représentant ». L'expression « représentant » de l'investisseur est un abus de langage, dès lors que l'administrateur, nommé, a l'obligation de préserver les intérêts de la société avant tout et qu'il ne peut suivre aveuglément les instructions de l'actionnaire qu'il « représente ».<sup>2</sup> En pratique, néanmoins, il faut reconnaître que les représentants des investisseurs gardent les intérêts de la personne qui les a désignés bien présents à l'esprit.
- Majorité. L'équilibre des forces au sein du conseil d'administration est souvent un sujet brûlant dans les négociations d'un tour de financement. Lorsque les investisseurs ne sont pas prêts à abandonner leur exigence d'une majorité, mais que les fondateurs revendiquent une prédominance en invoquant leur connaissance du domaine, il est possible de prévoir, pour sortir de l'impasse, un droit pour les uns ou les autres de désigner la majorité des membres du conseil d'administration dans certaines conditions (par exemple l'atteinte ou non de certains objectifs).
- Adéquation de la personne désignée. La cohésion au sein d'un conseil d'administration est un des facteurs de succès d'une entreprise, surtout en cas de crise ou de situation tendue lorsqu'il faut agir vite et de manière unie. Le facteur humain joue donc un rôle important, et c'est pourquoi il est recommandé de prévoir dans la convention d'actionnaire des critères d'acceptation pour les administrateurs. S'il est généralement admis que les fondateurs, personnes physiques, sont aptes à siéger, les administrateurs indépendants et les représentants d'investisseurs devraient être raisonnablement acceptables, et la convention d'actionnaires devrait prévoir les personnes qui peuvent objecter, ainsi que les modalités pour cette objection (présentation d'un nouveau candidat, nombre limité d'objections, médiation, etc.).

---

<sup>2</sup> Sur la problématique du représentant au sens de l'article 707 alinéa 2 CO, et du « doppelter Pflichtnexus » qui s'ensuit, voir notamment, CR CO II-Peter/Cavadini, n. 20 ss, spécialement n. 22, art. 707.

- *Participation minimale.* Il est fréquent que la convention d'actionnaires conditionne le droit de désigner un administrateur au maintien d'une participation minimale au capital, de sorte que ce droit disparaît ou est suspendu si l'investisseur concerné est dilué au-dessous du pourcentage convenu. Cette clause n'est que rarement appliquée telle quelle, car le droit à la désignation d'administrateurs est généralement renégocié à chaque tour de financement, à l'instar des privilèges d'actions, pour trouver un nouvel équilibre entre les fondateurs, les administrateurs indépendants, les anciens investisseurs et les nouveaux arrivants.
- *Révocation.* Pour être complet et efficace, le droit de désigner un administrateur doit être accompagné d'une clause permettant à l'investisseur concerné de révoquer son représentant et d'en désigner un nouveau en remplacement. De même, mais en sens inverse, il serait contraire aux règles impératives du droit de la société anonyme (art. 705 CO) que la convention d'actionnaires ait pour effet d'empêcher l'assemblée générale de révoquer un membre du conseil d'administration lorsqu'il existe de justes motifs.<sup>3</sup>
- *Protection de l'administrateur.* La convention d'actionnaires prévoira souvent l'obligation pour la société de contracter une assurance de responsabilité civile pour ses organes dirigeants (assurance « D&O ») de manière que ceux-ci soient couverts s'ils causent un dommage à la société ou à des tiers. La personne déléguée comme administrateur d'une société par un investisseur sera bien inspirée de demander, outre l'assurance D&O, que l'investisseur lui-même s'engage à l'indemniser pour le cas où il serait recherché en responsabilité pour avoir suivi les instructions reçues.

#### b) *Désignation d'un observateur*

Les parties souhaitent généralement maintenir un équilibre entre l'influence des fondateurs, des investisseurs et des administrateurs indépendants (experts du secteur). Il arrive toutefois que certains investisseurs importants insistent pour participer aux séances du conseil d'administration afin de s'as-

---

<sup>3</sup> Une jurisprudence vaudoise non publiée, résumée et critiquée par Wilhelm/Bloch, 108, déclare nulle, à l'aune de l'apparence de droit applicable en mesures provisionnelles, une clause d'une convention d'actionnaires désignant nommément les administrateurs, sans limite temporelle, au motif qu'elle contrevient au droit inaliénable de l'assemblée générale de destituer les administrateurs. Voir aussi Marchand, 1083, n. 3.4; CR CO II-Peter/Cavadini, n. 2a, art. 704: « [L]e droit de révocation de l'assemblée générale ne peut être ni éliminé ni même restreint, et ce ni contractuellement, ni statutairement ».

sur une information aussi complète que possible. C'est alors que le poste d'observateur sera utilisé. L'institution d'un observateur appelle les remarques suivantes :

- La responsabilité de l'observateur sera moindre que celle de l'administrateur, surtout si l'observateur se cantonne en fait au rôle passif qui lui est assigné. Si toutefois il assume un rôle actif au sein du conseil d'administration, que son avis est pris en compte et se révèle décisif sur certains sujets, l'observateur n'est pas à l'abri d'une responsabilité fondée sur la théorie de l'organe de fait.
- N'étant pas organe de la société, l'observateur n'est pas soumis, de par la loi, aux obligations de diligence, de loyauté et d'égalité de traitement applicables aux administrateurs (art. 717 CO). Partant, il est indispensable de lui faire signer, à son entrée en fonction, des engagements spécifiques de confidentialité et de non-concurrence.<sup>4</sup>
- Enfin, même si l'observateur ne vote pas formellement, le poids psychologique d'un ou deux représentants supplémentaires des investisseurs ne doit pas être sous-estimé : le temps de parole, la présence physique, les attitudes corporelles sont des facteurs intangibles, mais bien réels, qui influencent les rapports de force au sein du conseil d'administration, notamment dans la négociation de points sensibles.

### 3. Droit de veto

Pour certaines décisions importantes, les investisseurs exigent généralement un droit de veto, surtout lorsqu'ils sont en minorité au sein du conseil d'administration. J'ai déjà mentionné le dilemme de la confiance accordée aux fondateurs ou aux co-investisseurs, mais il est incontestable que l'adage « qui paie commande » doit s'imposer dans certains cas définis.

Juridiquement, la doctrine considère qu'un droit de veto est problématique, surtout au niveau des décisions du conseil d'administration. Alors que le droit de la société à responsabilité limitée prévoit expressément la possibilité d'un droit de veto statutaire (art. 807 CO), il est admis que les statuts d'une société anonyme ne pourraient pas le prévoir, ni pour les décisions ressortant des compétences de l'assemblée générale<sup>5</sup>, ni pour celles du conseil d'administra-

---

<sup>4</sup> DuPasquier, 278.

<sup>5</sup> Si la loi exige l'unanimité pour certaines décisions importantes (suppression du but lucratif – art. 706 al. 2 ch. 4 CO ; tenue d'une assemblée générale universelle – art. 701 al. 1 CO ; renonciation à la révision des comptes – art. 727a al. 2 CO), les exigences de majorité ne doivent pas conduire à un blocage de la société. Cf. CR CO II – Peter/Cavadini, n. 12 et 14, art. 703.

tion<sup>6</sup>. Certains auteurs considèrent qu'un tel droit de veto pour les décisions du conseil d'administration, même garanti contractuellement dans une convention d'actionnaires, serait contraire aux règles fondamentales de la société anonyme<sup>7</sup>.

En pratique, un moyen de contourner cette difficulté consiste à prévoir une majorité qualifiée (qui exige la participation des administrateurs représentant les investisseurs) pour les décisions importantes réservées. Mais même cette pratique doit être envisagée avec prudence : invoquant un arrêt du tribunal de commerce de Zurich de 2015<sup>8</sup>, les auteurs du modèle de convention d'actionnaires de la SECA<sup>9</sup> proposent deux clauses alternatives à ce sujet, selon l'appétit des parties au risque juridique ! Sans avoir la prétention de trancher ici la controverse, je relève seulement que l'arrêt zurichois en question pose deux principes clairs :

- Il est exclu qu'une exigence de majorité qualifiée au niveau du conseil d'administration puisse trouver sa source dans les statuts ou un règlement d'organisation, qui obligerait la société elle-même, car cela serait contraire au principe d'égalité entre les membres du conseil d'administration ;<sup>10</sup>
- Il est en revanche expressément admis qu'une telle majorité qualifiée, et même un droit de veto, soient prévus dans une convention d'actionnaires, qui ne lie pas la société.<sup>11</sup>

Partant, je considère qu'une clause de droit de veto, respectivement de majorité qualifiée incluant nécessairement les représentants des investisseurs, est valable dans une convention d'actionnaires.

---

<sup>6</sup> Böckli, § 13, n. 121a s.; CO CO II-Peter/Cavadini, n. 4, art. 713 et réf. cit. en note 12.

<sup>7</sup> Voir à cet sujet DuPasquier, 292 et réf. cit.

<sup>8</sup> Arrêt du tribunal de commerce de Zurich (HG ZH) n° 140114-O du 28 octobre 2015 c. 4.3.4.

<sup>9</sup> Cf. notes 21 à 23 du modèle de convention d'actionnaires (SECA Shareholders Agreement, 4<sup>ème</sup> édition, novembre 2019).

<sup>10</sup> HG ZH 140114-O c. 4.3.4: « Genau dem stehen die vorliegenden Bestimmungen des Organisationsreglements entgegen. Es wird eine Differenzierung zwischen den Nein-Stimmen/Enthaltungen der < B Directors > und denjenigen der übrigen Verwaltungsratsmitgliedern getroffen, was mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz nicht vereinbar ist. »

<sup>11</sup> HG ZH 140114-O c. 4.3.4: « [D]ie Vereinbarung von Vetorechten in Aktionärbindungsverträgen [ist] ohnehin unproblematisch. » Voir aussi Groner, 315 ss.; Marchand, 1087, n. 3.5; Premand, 139, n. 527; Wyss, 514.

## II. Les prêts convertibles

### I. Contexte

Le financement des sociétés start-up par le biais de prêts convertibles en actions semble prendre une importance croissante, notamment dans les circonstances suivantes :

- *Crédit-relai*. Lorsque le financement de la société prend plus de temps que prévu, et que les besoins de la société exigent un apport immédiat de liquidités, il est fréquent qu'un actionnaire existant octroie un prêt (*bridge loan*) d'un montant suffisant pour faire face aux besoins de trésorerie jusqu'à la date probable, généralement proche, de conclusion des négociations. La conversion du prêt intervient aux conditions du prochain tour, le prix de conversion étant alors souvent proche de 100% du prix d'émission du prochain tour, du moins lorsque la conclusion paraît assurée.
- *Gain de temps*. En l'absence d'accord sur la valorisation de la société, ou lorsqu'il y a encore trop d'incertitudes pour arrêter une valeur définitive, il n'est pas rare que les parties en présence s'accordent sur un prêt convertible. Les conditions de la conversion seront alors fixées par référence au prochain tour de financement, soit le droit de souscrire, par compensation, la même catégorie d'actions que les actions émises au prochain tour, mais à un prix de conversion (souscription) reflétant un rabais (*discount*), souvent de l'ordre de 15-30% selon l'appréciation du risque.
- *Besoin de protection en cas d'insolvabilité*. Certains investisseurs préfèrent conserver leur investissement sous forme de prêt, de manière à s'assurer le traitement privilégié réservé aux créanciers par rapport aux actionnaires en cas de faillite de la société, voire de revente de la société à vil prix à un tiers (lequel sera de fait contraint de faire en sorte que la société honore ses dettes). Si en revanche les affaires de la société sont florissantes, l'élément de conversion permet aux investisseurs de bénéficier du gain potentiel réservé aux actionnaires. Le prêteur a donc ainsi « le meilleur des deux mondes ». Notons qu'à l'inverse d'un investissement en capital, le prêt convertible est inscrit comme fonds étrangers au bilan de la société, de sorte qu'il est pris en compte dans le calcul du surendettement de l'article 725 alinéa 2 CO. Il doit souvent faire l'objet d'une postposition pour éviter le dépôt de bilan, réduisant ainsi l'attrait de la qualification de dette évoqué ci-dessus.
- *Restructuration*. Enfin, il arrive que des crédits soient convertis en capital, non parce que les parties l'avaient prévu d'emblée, mais comme une mesure

d'assainissement d'une société qui connaît des difficultés financières par la suite. Il n'y a alors pas d'option ni d'obligation de conversion, seulement une volonté commune de trouver une solution pour pérenniser l'entreprise.

## 2. Contraintes du Code des obligations

### a) *Capital conditionnel*

L'article 653b alinéa 3 CO exige que le capital conditionnel permettant la conversion de la créance préexiste à l'octroi du droit de conversion. A défaut d'un tel capital conditionnel, le droit de conversion est « nul » selon le texte légal. De même, l'article 653 CO dispose que le capital conditionnel peut servir à la conversion « d'obligations d'emprunt ou d'obligations semblables ».<sup>12</sup>

En pratique toutefois, il est fréquent que des prêts convertibles soient octroyés hors la forme d'obligations d'emprunt ou d'obligations semblables (notamment par un seul créancier) et sans capital conditionnel sous-jacent. Cette pratique n'est guère problématique dans la mesure où tous les actionnaires signent le contrat de prêt convertible ou s'engagent d'une autre manière à effectuer tous les actes nécessaires à permettre la conversion aux conditions prévues. Mais la question prend toute son acuité lorsque la société ne peut pas recueillir l'accord de tous ses actionnaires – et cela arrive en pratique dans les sociétés à l'actionnariat dispersé et qui doivent urgemment trouver une solution de financement.

Bien qu'il n'y ait à ma connaissance pas de jurisprudence à ce sujet, je considère, avec la doctrine dominante citée ci-dessous, que cette pratique est juridiquement valable, avec les précisions suivantes :

- L'expression « obligations semblables » doit être interprétée largement et permettre d'utiliser le capital conditionnel pour garantir un droit de conversion lié à n'importe quelle forme de créance, incorporée ou non dans un papier-valeur, et même lorsqu'il n'y a qu'un seul créancier.<sup>13</sup> La forme de l'emprunt doit néanmoins garantir aux actionnaires existants la possibilité d'y participer, dans la mesure où ils n'y renoncent pas (voir lettre b) ci-dessous).
- La nullité au sens classique du droit de conversion n'est pas une sanction adaptée. En interdisant l'émission d'options ou de droits de conversion sans

---

<sup>12</sup> Ces deux règles restent inchangées dans le nouveau droit de la société anonyme.

<sup>13</sup> CR CO II-Zen Ruffinen/Urban, n. 12, art. 653; BSK OR II- Zindel/Isler, n. 13 s., art. 653; Böckli, § 2, n. 209.



capital conditionnel, la loi vise essentiellement à interdire l'octroi de tels droits sans couverture, pour protéger les actionnaires contre une dilution qu'ils n'auraient pas acceptée. Il n'y a aucune raison d'invalidier ces droits d'option ou de conversion dans la mesure où la société est effectivement en mesure de les honorer, notamment si elle dispose d'actions propres en suffisance au moment de l'octroi ou si, par la suite, le capital conditionnel correspondant est voté par l'assemblée générale ou des actions propres sont acquises. Le droit de conversion n'est pas « nul », mais seulement sans effet (*suspendu*, *schwebend unwirksam*), tant que la société n'est pas en mesure de livrer les actions en cas d'exercice du droit de conversion.<sup>14</sup> En tous les cas, l'inefficacité prévue par la loi ne vise que l'obligation de la société, mais pas celle des actionnaires lorsque ceux-ci se sont engagés à permettre la conversion, par exemple en signant le contrat d'emprunt convertible ou en vertu de la convention d'actionnaires.

Enfin, l'adoption d'une clause statutaire de capital conditionnel soulève une autre difficulté : il est fréquent en pratique que la catégorie d'actions à émettre lors de la conversion ne soit pas encore déterminée au moment de la conclusion de l'emprunt. Cette catégorie sera définie par référence au tour de financement suivant, dont les termes sont encore inconnus. Partant, la clause de capital conditionnel est complexe à rédiger et sa validité sujette à caution, pour autant qu'elle puisse être inscrite au registre du commerce.<sup>15</sup> C'est pourquoi je préconise, dans toute la mesure du possible, de recueillir un accord exprès des actionnaires au prêt convertible, avec un engagement de prendre les mesures nécessaires pour y donner effet. Dans le cas d'un actionnariat dispersé, il est utile de prévoir dans la convention d'actionnaires le droit pour une majorité qualifiée d'actionnaires de consentir à un emprunt convertible – ou plus généralement à un tour de financement – et l'obligation des autres actionnaires, dans un tel cas, de procéder à toutes les opérations nécessaires pour permettre la conversion.

---

<sup>14</sup> Reutter, 207; Böckli, § 2, n. 204; CR CO II-Zen Ruffinen/Urban, n. 18, art. 653b.

<sup>15</sup> La clause statutaire suivante a été admise en 2014 au registre du commerce du canton de Vaud: « Le capital-actions sera [...] augmenté par l'émission d'un maximum de [...] actions nominatives privilégiées, de Catégorie [...] ou de même catégorie que celle introduite lors de la première augmentation de capital qui viendrait éventuellement à être décidée après l'introduction du présent article dans les statuts, soit le [date]... » (je souligne).

b) *Droit de souscrire préalablement à l'emprunt et droit préférentiel de souscription*

L'article 653c CO, qui postule l'existence d'une clause statutaire capital conditionnel, exige que les actionnaires existants se voient offrir la possibilité de participer à l'emprunt convertible, dès lors qu'ils seront dilués au moment de la conversion et ne pourront plus, à ce moment, exercer leur droit préférentiel de souscription (art. 653b al. 1 ch. 4 CO).

Comme indiqué ci-dessus, dans la mesure où il est possible d'obtenir l'approbation expresse des termes de l'emprunt convertible par tous les actionnaires, cet accord comprendra une renonciation au droit de participer à l'emprunt convertible (respectivement au droit de souscrire les actions à émettre au moment de la conversion, s'il n'y a pas de capital conditionnel sous-jacent).

Lorsqu'un tel accord exprès n'est pas possible, il faut alors être très attentif au processus, qui doit tenir compte des paramètres suivants :

- L'investisseur doit pouvoir compter sur un montant d'investissement fixe. Cela implique de pouvoir identifier tôt les actionnaires qui souhaitent participer (au *pro rata* de leur actionnariat) au prêt convertible.
- Les actionnaires existants doivent connaître les conditions de l'emprunt pour pouvoir valablement se prononcer sur l'exercice ou la renonciation à leur droit de participer à l'emprunt.
- Les parties (l'investisseur en particulier) n'accepteront de faire l'effort et d'encourir les frais de préparation de la documentation que lorsque les termes seront définitivement arrêtés, y compris le montant à investir.
- Le calendrier est généralement serré et ne s'accommode pas de nombreux allers-retours.

Dans un tel contexte, une solution praticable peut consister en ce qui suit :

- Négociation des termes principaux du contrat de prêt convertible avec l'investisseur sous la forme d'une lettre d'intention (*term sheet*) ;
- Contact avec les actionnaires principaux pour connaître leur intérêt à participer, et le cas échéant inclusion des actionnaires intéressés dans les négociations avec l'investisseur ; cette étape permet de dégager un montant estimatif pour l'investissement, sachant que les petits actionnaires ont tendance à ne participer que marginalement aux tours suivants ;
- Préparation d'une lettre aux actionnaires exposant la transaction et leur impartissant un délai pour manifester leur intérêt à participer au prêt convertible, à défaut de quoi ils seront réputés renoncer à leur droit de participer au prêt convertible et à leur droit préférentiel de souscription au moment de la conversion. Cette lettre explicative sera adressée aux

actionnaires avec la lettre d'intention et, si les circonstances le permettent, une convocation à l'assemblée générale pour voter le capital conditionnel nécessaire et une procuration pour exercer les droits de vote à cette assemblée générale.

- Sur la base des retours des actionnaires, à l'expiration du délai de détermination fixé, préparation et signature de la documentation finale, tenue de l'assemblée générale et paiement du prêt.

Le processus ci-dessus appelle les remarques juridiques suivantes :

- *Lettre d'intention*. Je considère que la lettre d'intention est une base suffisante pour une renonciation des actionnaires à leur droit de participer à l'emprunt : cette renonciation ne suppose pas la remise de la documentation finale. La situation est néanmoins délicate lorsque l'investisseur tente d'introduire à la dernière minute des modifications en sa faveur, par exemple en invoquant une détérioration de la situation de la société. Dans un tel cas, il serait prudent de soumettre les nouvelles conditions aux actionnaires, avec un court délai pour réagir en cas d'intérêt ; la prudence, toujours, recommanderait d'indiquer dans la première communication aux actionnaires qu'une réponse rapide pourrait être requise de leur part dans l'hypothèse où la documentation finale s'écarterait de la lettre d'intention.
- *Renonciation tacite*. Je considère que l'absence de réaction d'un actionnaire dans un délai donné vaut renonciation valable au droit de participer au prêt convertible et à l'augmentation de capital subséquente. Là encore, une clause de la convention d'actionnaires prévoyant spécifiquement un tel mécanisme sera bienvenue pour la sécurité juridique.
- *Modifications ultérieures*. Enfin, la question reste ouverte de savoir sous quelle forme le contrat de prêt convertible peut être modifié par la suite, d'accord entre le prêteur et la société emprunteuse. Eu égard à la renonciation des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription, consentie par référence à une transaction donnée, est-il admissible que le prêteur obtienne certains avantages en échange d'une renonciation à exercer certains de ses droits (par exemple sursis au droit d'exiger le remboursement lorsqu'un objectif n'est pas atteint, violation d'une garantie) ? A l'inverse, la société peut-elle librement accorder un délai de paiement à l'investisseur qui ne peut ou ne veut pas verser le montant de son investissement dans les délais convenus ?
- *Droits de titulaires de prêts convertibles existants*. La superposition de prêts convertibles successifs crée souvent un niveau de complexité remarquable. Outre les questions de conversion (voir ch. 3 ci-dessous), il faut déterminer dans quelle mesure les prêteurs, qui n'ont par hypothèse pas encore converti leurs prêts, ont le droit de participer à un nouveau prêt conver-

tible lorsqu'aucun tour de financement n'est intervenu. L'article 653d alinéa 2 CO contient des règles très générales sur la protection des titulaires de droit d'option et de conversion contre la dilution. Ce droit comprend-il la possibilité de participer *pro rata* à un futur prêt convertible ? Si tel est le cas, comment calculer le *pro rata*, puisque le prix de souscription (donc le nombre d'actions à émettre à la conversion) n'est pas encore connu ? En pratique, il vaut la peine de régler cette éventualité par une clause idoine dans le contrat de prêt convertible, en prévoyant le cas échéant sur quelle base les prêteurs du premier emprunt convertible peuvent participer au second, ou en excluant ce droit.

Notons que les problématiques ci-dessus en relation avec la lettre d'intention et la renonciation tacite se retrouvent de la même manière dans un tour de financement classique, sans prêt convertible, à cette différence près que l'augmentation de capital immédiate permet d'évacuer rapidement toute discussion au sujet du droit préférentiel de souscription, tandis que cette question peut rester en suspens jusqu'à la conversion en cas de prêt convertible.

### 3. Conversion et taux de conversion

La conversion d'un prêt en actions n'est rien d'autre qu'une souscription d'actions par compensation avec la créance découlant du prêt.

#### a) *Mécanisme de compensation*

En exerçant son droit de compenser, le prêteur déclare souscrire le nombre d'actions résultant de la division du montant de son prêt (augmenté d'éventuels intérêts) par le prix par action prévu dans le contrat de prêt convertible. Si le prêt convertible repose sur du capital conditionnel, le prêteur devient immédiatement actionnaire au moment de la déclaration d'exercice du droit de conversion ; sinon, un transfert d'actions propres par la société ou une augmentation de capital (ordinaire ou autorisée) doit intervenir.

Les intérêts convenus sur la créance du prêt convertible posent des questions fiscales en relation avec l'impôt anticipé, que je ne traite pas ici mais qu'il ne faut pas négliger lorsque le nombre de prêteurs (non bancaires) dépasse 10 (pour un seul prêt) ou 20 (pour tous les prêts).<sup>16</sup> Une solution alternative que les parties peuvent envisager pourrait consister à fixer des rabais (*discount*) sur le prix de conversion dont le montant augmente au fil du temps.

---

<sup>16</sup> Voir par exemple à ce sujet Oesterheld, 755.

b) *Conversion obligatoire ou facultative*

Le contrat de prêt convertible doit distinguer clairement les cas dans lesquels le prêteur a l'obligation de convertir (la société peut exiger la conversion) de ceux dans lesquels il a seulement le droit de convertir. Il n'y a pas de règle universelle, le contrat devant fournir une solution adaptée à la situation particulière. En règle générale, une conversion lors du prochain tour de financement est obligatoire, de même qu'en cas d'atteinte de certains objectifs définis (*milestones*). La conversion est parfois possible, généralement au choix du prêteur, avant la maturité même en l'absence de tour de financement. Le prêteur sera bien avisé de prévoir un droit de convertir en tout temps en cas de vente de la société, faute de quoi le profit lié à une vente de la société pourrait lui échapper !

Il est utile de prévoir dans le contrat de prêt convertible un mécanisme permettant autant que possible de forcer la conversion si le prêteur ne coopère pas. Dès lors que c'est le prêteur qui doit souscrire les actions, le contrat de prêt peut contenir une procuration pour procéder à toutes les opérations donnant effet à la conversion, y compris signer une déclaration d'exercice du droit de conversion, un bulletin de souscription, etc. Cette solution n'est pas totalement satisfaisante, puisque la procuration, même octroyée conjointement, peut être révoquée en tout temps,<sup>17</sup> mais elle permet en tout cas de pallier l'inaction du prêteur, si ce n'est son opposition active.

c) *Anti-dilution*

La conversion – et le rabais qu'elle comporte – peut avoir des effets surprenants en déclenchant l'application inattendue d'une clause d'anti-dilution convenue lors d'un tour de financement précédent<sup>18</sup>. En effet, si le rabais est de 20%, que le prix par action lors du tour au cours duquel la clause anti-dilution a été adoptée est de CHF 20 et que le prochain tour de financement prévoit un prix par action de CHF 23 (donc supérieur au prix du tour précédent), le prêteur pourra convertir au prix de CHF 18.40 (80% de CHF 23), soit un

---

<sup>17</sup> CR CO I-Chappuis, n. 7, art. 34. ATF 118 II 496 c. 5b p. 499 ss: « [L]a procuration doit être conférée à l'unanimité au représentant de l'hoirie et peut, en tout temps, être révoquée par un seul ».

<sup>18</sup> Une clause d'anti-dilution vise à protéger un investisseur contre les effets dilutifs d'un tour de financement ultérieur à une valeur par action inférieure au tour présent. Dans un tel cas, la clause d'anti-dilution donne à l'investisseur le droit d'obtenir des actions (soit en souscrivant de nouvelles actions à la valeur nominale, soit en obtenant des actions existantes d'autres actionnaires) de manière à diminuer son prix moyen d'acquisition. Il existe plusieurs variantes pour ce calcul, plus ou moins favorables à l'investisseur.

prix inférieur au prix du tour de référence pour l'anti-dilution. Ainsi, il est recommandé de prévoir à chaque tour de financement si la clause d'anti-dilution s'applique également au prix de souscription applicable à des titulaires de prêts convertibles. Il est d'ailleurs aussi recommandé de spécifier si la clause d'anti-dilution s'applique à tous les tours ultérieurs, ou seulement au tour suivant, et si elle peut trouver à s'appliquer plus d'une fois.

d) *Superposition de prêts convertibles*

Sans entrer dans les détails, il faut être conscient que, si un prêt convertible peut constituer un moyen commode de repousser le moment de la valorisation de l'entreprise à une date ultérieure, il peut être problématique de répéter l'exercice avant d'avoir converti le premier prêt. En effet, les calculs de conversion, les droits attachés aux différents titulaires des prêts convertibles et les relations entre ces droits sont complexes à appréhender. Nous verrons dans la section suivante que cette situation est très inconfortable également en cas de mise en bourse de la société, qui exige une présentation claire dans le prospectus de la structure du capital de la société, qu'il est difficile de fournir.

### III. Questions liées à une mise en bourse (IPO)

L'objectif de cette section n'est pas de décrire en détail toutes les questions liées à un processus de mise en bourse (*initial public offering*, IPO) d'une société, mais de mettre en exergue quelques problématiques qui apparaissent en pratique. Une grande partie des points évoqués ci-dessous sont liés au fait que le processus d'IPO requiert une importante et longue préparation avant de connaître l'élément essentiel de la transaction : la fixation du prix d'émission et la décision de principe (« *go/no go* »), qui interviennent à l'extrême fin du processus, alors que la publication du prospectus, la due diligence et tout le marketing ont déjà eu lieu.

#### I. Classe d'action unique

Il semble aujourd'hui impensable de procéder à une IPO d'une société dont le capital conserverait des actions privilégiées. La préférence du marché va clairement à l'action unique<sup>19</sup>, de sorte qu'une conversion de toutes les actions

---

<sup>19</sup> Sous réserve de l'existence d'actions à droit de vote privilégié dans certaines sociétés cotées qui comptent un groupe d'actionnaires familial de référence soucieux de garder le contrôle sans détenir la majorité du capital en valeur nominale.

privilégiées en actions ordinaires est une étape préalable nécessaire à tout processus d'IPO. La plupart des conventions d'actionnaires prévoient une telle conversion automatique en cas d'IPO, mais cela signifie souvent pour les investisseurs une perte des privilèges, sans compensation.

Il est possible de prévoir un mécanisme compensatoire (par exemple par l'émission de nouvelles actions à la valeur nominale). La difficulté réside alors dans le besoin de définir dans la convention, de manière abstraite, une formule de calcul de la valeur de référence nécessaire pour calculer les privilèges, et donc le nombre d'actions supplémentaires à émettre pour compenser la perte de ces privilèges, nombre qui sera connu au dernier moment lorsque le prix d'émission sera fixé. En l'absence d'un tel mécanisme prévu d'avance dans la convention d'actionnaires, il sera difficile d'obtenir la renonciation des autres actionnaires à leur droit préférentiel de souscription.

Enfin, si l'IPO n'est finalement pas réalisée, il y aura lieu de restaurer la situation antérieure, soit essentiellement les privilèges, ce qui sera complexe si des actions compensatoires ont été distribuées et qu'il faut les annuler.

## **2. Conflits d'intérêts**

Une société en passe d'entrer en bourse a souvent effectué plusieurs tours de financement, et les investisseurs qui composent son capital ont des situations et des intérêts parfois différents :

- Certains investisseurs, présents dès les premières années de vie de la société, n'ont plus la possibilité de continuer à investir (la période d'investissement de leur fond ayant expiré), réalisent un bénéfice potentiellement substantiel même avec une valorisation modérée et ont besoin de réaliser une sortie (vente ou mise en bourse) à bref délai pour restituer à leurs actionnaires les fonds que ceux-ci ont avancés. Ils ont souvent des privilèges inférieurs à ceux des nouveaux investisseurs, de sorte qu'une conversion de toutes les actions en actions ordinaires les dérange peu, voire les avantage.
- D'autres investisseurs, entrés au capital à un stade ultérieur, ont payé un prix plus élevé et tablent sur une augmentation de valeur plus substantielle ; ils ont les moyens de financer de nouveaux tours de financement, potentiellement à des conditions qui leur sont favorables s'ils parviennent à sécuriser une position d'interlocuteur privilégié.

Une mise en bourse, si elle peut plaire aux fondateurs qui voient dans le financement sur le marché des capitaux le moyen de rester aux commandes de leur entreprise, n'est souvent pas un scénario de sortie privilégié pour les investisseurs :

- Le marché n'offre pas la prime qu'un acquéreur stratégique peut être prêt à payer pour des synergies.
- Dans une IPO, la société ne tentera pas de maximiser le prix de l'action, pour laisser un potentiel d'appréciation au cours de l'action dans le futur et garder ainsi la confiance du marché boursier à moyen et long terme.
- La vente de la participation par les actionnaires existants est généralement interdite durant les 6 à 12 mois qui suivent l'IPO (*lock-up*) ; elle est ensuite complexe, si l'investisseur veut éviter de provoquer une importante baisse du cours en offrant à la vente un important paquet d'actions.
- Le fait que la société soit publique diminue les chances d'une vente ultérieure à un acquéreur stratégique, en raison de la complexité des processus d'offres publiques d'acquisition.

Compte tenu de ce qui précède, il n'est pas rare de voir les représentants des investisseurs au conseil d'administration, souvent majoritaires à ce stade, se battre pour favoriser la solution la plus favorable à leur situation spécifique, sans grand égard aux intérêts de la société. Il peut s'ensuivre des situations de blocage inextricables que seul le risque d'une crise majeure peut débloquer, non sans dégâts collatéraux pour la société.

### 3. Clauses particulières des conventions d'actionnaires

Certaines clauses des conventions d'actionnaires méritent une attention particulière en relation avec une IPO. Il n'est pas rare qu'au début du processus, les parties réalisent qu'elles doivent modifier ou compléter la convention d'actionnaires, trop souvent rédigée avec une vente comme principal scénario de sortie.

*Qualified IPO.* Il arrive que la convention d'actionnaires prévoie différentes majorités pour déclencher un processus d'IPO, selon que l'IPO est « *qualified* » ou non, à savoir qu'elle permet aux investisseurs d'empocher un certain multiple de leur investissement. Comme le prix de l'IPO est fixé à la fin du processus, cette clause signifie seulement que la majorité ainsi définie peut s'opposer – au dernier moment – au lancement de l'IPO. Il faut donc être conscient que ce droit n'est pas celui de lancer le processus, mais de le stopper au dernier moment.

*Table de capitalisation.* Les règles sur l'établissement d'un prospectus dans le cadre d'une IPO exigent que la société présente la structure de son capital immédiatement après la mise en bourse, de manière claire.

- Il faut de ce point de vue éviter autant que possible que des options ou droits de conversion permettant d'acquérir des actions à une valeur fixe



(autres que les options de collaborateurs, bien acceptées par le marché) perdurent au-delà de la mise en bourse. En effet, le marché réagit généralement négativement aux droits de souscrire des actions à des conditions de faveur.

- Plus généralement, il est opportun de simplifier la structure du capital, si possible avant le passage chez le notaire qui intervient le jour avant la mise en bourse pour exécuter l'augmentation de capital. En particulier, il convient d'éviter de devoir convertir des prêts, exercer des options, ou émettre des actions anti-dilutives le jour avant l'entrée en bourse. D'une part, durant la phase de commercialisation (*roadshow*), cela complique la communication avec les investisseurs, qui consacreront trop d'énergie à comprendre les facteurs déterminant leur part au capital pour un investissement donné, au détriment de la compréhension du modèle d'affaires. D'autre part, comme les calculs des nombres d'actions se basent sur le prix définitif, ils ne pourront intervenir qu'au dernier moment ; la pré-validation de la documentation par le registre du commerce n'aura qu'un effet limité et les multiples documents nécessaires à l'émission d'actions nouvelles, émanant de signataires différents, seront finalisés dans l'urgence, autant de facteurs qui augmentent le risque d'exécution, déjà significatif au vu de la complexité du processus d'IPO lui-même.

*Autres clauses.* Il est important que la convention d'actionnaires prévoie un engagement des actionnaires d'accepter une interdiction temporaire de vendre leurs actions après l'IPO (*lock-up*), si possible en laissant une certaine latitude à la société et aux banques pour définir la période. La convention peut aussi prévoir l'engagement des actionnaires de prêter aux banques une partie de leurs actions pour une relativement courte durée, afin de permettre le placement sur le marché de ces actions supplémentaires, le cas échéant (*over-allotment*). Enfin, la convention prévoira qu'elle prend fin automatiquement en cas d'IPO (soit le premier jour de négoce) de manière à pouvoir indiquer sans ambiguïté dans le prospectus qu'il n'y a plus de convention d'actionnaires.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> L'existence d'un *lock-up* est généralement considérée comme un accord constitutif d'un groupe organisé, et les parties qui y sont soumises doivent être annoncées comme telles, conformément à l'art. 120 de loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de valeurs mobilières et de dérivés du 19 juin 2015 (Loi sur l'infrastructure des marchés financiers, LIMF, SR 958.1), art. 12 d'ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers du 3 décembre 2015 (OIMF-FINMA, SR 958.111).

#### IV. Gestion de nombreux actionnaires

Les besoins d'une start-up exigent souvent des actions rapides, qui s'accommodent mal des règles relativement rigides du droit des sociétés. L'un des problèmes fréquemment rencontrés est l'absence de réponse de petits actionnaires qui ne s'intéressent plus à la société, qu'il s'agisse d'anciens employés, d'enthousiastes des premières heures déçus par la dilution imposée par les tours de financement suivants, ou d'entrepreneurs à la retraite désormais en tour du monde à la voile !

Pour gérer ces situations, voici quelques propositions pratiques :

- Prévoir une clause permettant à une majorité importante (80 à 90%) de modifier la convention d'actionnaires sans le consentement des actionnaires restants. La validité de cette clause n'a pas été testée à ma connaissance. A mon avis, cette clause doit être considérée valable en tout cas dans la mesure où elle n'affecte pas les actionnaires qui n'y ont pas consenti de manière plus importante que les autres actionnaires, considérés globalement. Une telle clause se révèle utile, voire indispensable, pour permettre d'adapter la convention d'actionnaires à l'occasion d'un nouveau tour de financement lorsqu'il n'est pas possible de recueillir la signature de tous les actionnaires.
- Dans le même but, la convention d'actionnaires peut contenir une présomption, acceptée par chaque signataire, de ce qu'il accepte les propositions qui lui seront adressées par le conseil d'administration de la société (ou un représentant désigné à cet effet), à moins qu'il ne déclare s'y opposer dans un certain délai. Une telle clause permet notamment de mieux asseoir contractuellement la renonciation tacite au droit de souscription préférentiel en cas de nouveau tour de financement ou de prêt convertible (cf. point [II.2.b](#)) ci-dessus).
- Enfin, il est possible que toutes les parties confèrent une procuration expresse à une personne déterminée pour agir en leur nom en exécution des obligations prévues dans la convention d'actionnaires. Le représentant ainsi désigné s'adressera à tous les actionnaires avant d'agir en leur nom, pour leur donner la possibilité de réagir dans un bref délai. Sans opposition, le représentant pourra agir rapidement, par assemblée générale universelle et sans respecter le délai de convocation de 20 jours.<sup>21</sup> Cela permet par

---

<sup>21</sup> Le Tribunal fédéral a jugé qu'une renonciation à se prévaloir du délai de convocation de 20 jours de l'article 700 alinéa 1 CO n'était valable que dans un cas concret, mais que l'actionnaire ne pouvait valablement y renoncer abstraitement pour l'avenir (arrêt du tribunal fédéral 4C.88/2000 du 27 juin 2000 c. 2b). C'est pour la même raison que je préconise que le représentant valide sa procuration avant d'exercer ses droits.

exemple d'adapter le montant du capital conditionnel pour un plan d'option en faveur du personnel au pourcentage prévu dans la convention, de signer la convention d'actionnaires au nom de ceux qui sont inatteignables, ou de voter l'augmentation de capital nécessaire pour permettre la conversion d'un prêt.

## V. Conclusion

La protection juridique de l'investisseur passe en grande partie par la négociation de droits contractuels. Ces droits, bien que standardisés dans une certaine mesure, restent à évaluer et façonner en fonction de chaque situation particulière. Les intérêts et aspirations des investisseurs ne sont pas tous identiques, les modèles d'affaires et les secteurs d'activités varient, et j'espère avoir contribué par les réflexions ci-dessus à mettre en évidence certains aspects pratiques à prendre en compte.

## Bibliographie

- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (art. 530-964 CO), dans: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), 5<sup>ème</sup> édition, Bâle 2016 (cité BSK OR II-auteur, n. XX, art. YY).
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4<sup>ème</sup> édition, Zurich 2009.
- Commentaire Romand – Code des obligations I (art. 1-529 CO), dans : Thévenoz Luc/Werro Franz (Hrsg.), 3<sup>ème</sup> édition, Bâle 2021 (cité CR CO I-auteur, n. XX, art. YY).
- Commentaire Romand – Code des obligations II (art. 530-1186 CO), dans : Tercier Pierre/Amstutz Marc/Trigo Trindade Rita (Hrsg.), 2<sup>ème</sup> édition, Bâle 2017 (cité CR CO II-auteur, n. XX, art. YY).
- DuPasquier Ulysse, Le financement d'une jeune société – Environnement légal et rapports entre les acteurs du financement de jeunes sociétés anonymes, dans le cadre du financement par fonds étrangers et fonds propres, du financement participatif et des ICO, thèse Neuchâtel 2019.
- Groner Roger, Private Equity – Recht, Berne 2007.
- Marchand Sylvain, Recueil de contrats commerciaux, Modèles en français et en anglais commentés selon le droit suisse, Bâle 2013.
- Oesterheld Stefan, Wandelanleihen und Wandeldarlehen – Besteuerung der Investoren und Emittentin, Expert Focus 2020, 754 ss.
- Premand Viviane, Les sociétés de famille dans les formes de la société anonyme et à responsabilité limitée, thèse Fribourg 2010.

Reutter Thomas, « Lediglich Punktuelle Anpassungen und Präzisierungen der Bestimmungen zum bedingten Kapital »? Bedingt zutreffend!, RSDA 2021, 302 ss.

Wyss Alexander, Finanzierung von Jungunternehmen – Der Aktionärsbindungsvertrag (2<sup>ème</sup> partie), ECS 2006, 514 ss.

# Protection of the investor in financing rounds: selected questions

Frédéric Rochat

## Table of Contents

<a href="#">Introduction</a>	<a href="#">54</a>
I. <a href="#">Control rights</a>	<a href="#">54</a>
1. <a href="#">Information</a>	<a href="#">54</a>
a) <a href="#">The legal system</a>	<a href="#">54</a>
b) <a href="#">Issues related to contractual rights</a>	<a href="#">55</a>
c) <a href="#">Various types of information clauses</a>	<a href="#">57</a>
d) <a href="#">Right of verification</a>	<a href="#">57</a>
2. <a href="#">Influence: participating in the board of directors</a>	<a href="#">58</a>
a) <a href="#">Appointing a director</a>	<a href="#">58</a>
b) <a href="#">Appointing an observer</a>	<a href="#">60</a>
3. <a href="#">Veto rights</a>	<a href="#">61</a>
II. <a href="#">Convertible loans</a>	<a href="#">62</a>
1. <a href="#">Background</a>	<a href="#">62</a>
2. <a href="#">Constraints under the Code of Obligations</a>	<a href="#">63</a>
a) <a href="#">Conditional capital</a>	<a href="#">63</a>
b) <a href="#">Right to subscribe prior to the loan and preferential subscription rights</a>	<a href="#">65</a>
3. <a href="#">Conversion and conversion rates</a>	<a href="#">67</a>
a) <a href="#">Mechanism of set-off</a>	<a href="#">67</a>
b) <a href="#">Mandatory or optional conversion</a>	<a href="#">68</a>
c) <a href="#">Anti-dilution</a>	<a href="#">68</a>
d) <a href="#">Piling up of convertible loans</a>	<a href="#">69</a>
III. <a href="#">Issues related to an Initial Public Offering (IPO)</a>	<a href="#">69</a>
1. <a href="#">Single share class</a>	<a href="#">70</a>
2. <a href="#">Conflicts of Interest</a>	<a href="#">70</a>
3. <a href="#">Special Clauses of Shareholders' Agreements</a>	<a href="#">71</a>
IV. <a href="#">Managing large groups of shareholders</a>	<a href="#">73</a>
V. <a href="#">Conclusion</a>	<a href="#">74</a>
<a href="#">Bibliography</a>	<a href="#">74</a>

## Introduction

The purpose of this article is to highlight certain questions and issues drawn from practice in connection with contractual protection of private equity investors in Swiss companies during financing rounds.

The following topics will be discussed below: (I) control rights granted to the investor, (II) traps to watch out for when investing through convertible loans, (III) certain pitfalls to watch out for when considering a future IPO of the company and, finally (IV) certain practical suggestions to manage a large group of shareholders.

### I. Control rights

The extent of control that will be granted to the investor will depend on the size of his or her investment relative to the founders, on the one hand, and to the other investors, on the other.

Without going into lengthy discussions of divergent and convergent interests between the founders of a company and the investors financing its development, we should point out that a business's success often largely depends on its management. If you decide to invest in the capital of a carefully selected company, you need to ask yourself whether it is always in your best interest to increase the powers of the other investors who belong to your group but are not necessarily under your control. In other words, would the investor rather trust the management team or the group of investors? The answer will often depend on the type of problems and the circumstances.

In my opinion, an investor's actual control over a company is based on three pillars: information, influence on company decision-making, and the right to veto certain decisions.

#### i. Information

##### a) *The legal system*

It is a well-known fact that the shareholder's statutory rights to information are very limited under Swiss law. This is a logical consequence of the fact that the shareholders have no duty of loyalty or fiduciary duty to the company: since the company is not protected against misuse of information by shareholders, significant restrictions must be imposed on the information disclosed to them. That is why the relevant Swiss law (Code of Obligations ["CO"]), in its

current state, only grants shareholders the right to obtain the annual report (CO 696) and to ask questions at the general shareholders' meeting, while the possibility of inspecting company documents is subject to prior approval by the general shareholders' meeting or by the board of directors (CO 697). The new Swiss Code of Obligations ("nCO") governing the *société anonyme* ("company limited by shares" (U.K.) or "stock corporation" (U.S.)) will moderately extend the shareholders' right to information, mainly by permitting shareholders owning a certain minimum percentage of shares to submit questions to the board of directors (nCO 697) and to ask to inspect company documents at any time rather than only during the general shareholders' meeting (nCO 697a). Yet the new Code of Obligations, like the present one, will continue to take the company's interests into account (particularly by protecting business secrets) by relying on a specific procedure (called the "special audit" under CO 697a et seqq. or the "special examination" under nCO 697c et seqq.) involving an independent third party under the court's authority whenever a shareholder's legitimate interest in obtaining information is in conflict with the company's legitimate interest in confidentiality.

*b) Issues related to contractual rights*

The parties must therefore resort to contractual documents (usually the shareholders' agreement) in order to provide more extensive rights to information in exchange for the shareholders assuming obligations of loyalty, confidentiality and even non-competition. The boundaries of such reciprocal rights and obligations will be negotiated on a case-by-case basis, particularly as a function of the parameters discussed below.

- *Risk of misuse.* The assessment of the risk of a potential misuse of the disclosed information will depend, firstly, on the nature of the company's activities, which may be more or less vulnerable to disclosure of information and, secondly, on the type of investors involved. As a rule, institutional investors (including venture capital or private equity funds) are less likely to misuse the information transferred to them than competitors or other actors in the same line of business. Yet there are exceptions to that general rule, especially if a fund's investment portfolio includes other companies operating in the same field. Such situations often give rise to complex negotiations: the fund may be neither willing nor able to assume binding obligations, especially not by restricting its own freedom or that of the portfolio companies, while the company and the other investors may wish to prevent a harmful transfer of confidential information through a system of "Chinese walls".

- *Management attention.* When determining the extent of the rights to information guaranteed by the agreement, the parties must give due consideration to the amount of time and attention required to that purpose. Detailed monthly reports, accompanied by oral presentations, while they may appear desirable to the investors, will probably have the effect of distracting management from its main task: developing business to the benefit of all concerned.
- *Investors' internal obligations.* Some investors are subject to internal rules governing disclosure to their own shareholders, which require them to obtain certain information from all their portfolio companies. Such obligations should be identified early enough in the negotiation process of a financing round because in extreme cases those obligations may become a serious impediment to the transaction.
- *Risk of liability as a de facto corporate body.* Investors who receive extensive information combined with exercise of other control rights (particularly veto rights discussed below) may incur the risk of liability as a *de facto* corporate body in the event that the company goes bankrupt.<sup>1</sup> In their own best interest, investors therefore need to find the right balance in the level of information and control contractually granted to them.
- *Equal treatment.* Insofar as all the shareholders are parties to the shareholders' agreement governing the rights to information, it seems to me that the board of directors is entitled to abide by the corresponding provisions without being blamed for violating the principle of equal treatment. In contrast, shareholders who are not parties to the shareholders' agreement might complain of a violation of that principle. The principle of equal treatment is relative, however, and permits (or even requires) differential treatment of shareholders in different situations. In my opinion, it may therefore be justifiable to withhold certain information from shareholders who are

---

<sup>1</sup> Fed. Sup. Ct. 4A\_133/2021 of 26 October 2021: "Liability under [CO 754] applies [...] not only to members of the board of directors but also to *de facto* corporate bodies ('organes de fait'), i.e. to anyone involved in the management or liquidation of the company, that is to say, all persons who actually make decisions normally reserved for the directors and officers or who provide for the company's management, thereby making a decisive contribution to shaping the company's will (ATF [Official Collection of Fed. Sup. Ct. Decisions] 132 III 523 c. 4.5 p. 528 et seq.; 128 III 29 c. 3a p. 30 et seq.; Judgment 4A\_294/2020 of 28 December 2020 c. 3.1). To be recognized as a *de facto* corporate body, a person must have had an enduring power to make decisions going beyond the performance of routine daily tasks and have decision-making power that appears to be personal and independent and was therefore in position to prevent the occurrence of the damage (ATF 136 III 14 c. 2.4 p. 20 et seq.; 132 III 523 c. 4.5 p. 528 et seq.)."



not parties to the shareholders' agreement, on the grounds that they did not assume any obligations of confidentiality or loyalty vis-à-vis the company. But that question may be difficult to evaluate and the board of directors must be careful whenever the shareholders' agreement does not cover all of the share capital.

c) *Various types of information clauses*

Without claiming to be exhaustive, it seems to me that it is possible to classify contract clauses granting a right to information according to several different approaches:

- *Information provided unasked or on demand.* Information clauses generally require borrowers to provide information unasked regarding certain specific points: the annual financial statements and audit report, budgets, management accounts, verification of achievement of the business plan milestones, announcements of particular events (patent filings, litigation, sanctions, major contracts). In addition, investors are often entitled to receive the documents submitted to the members of the board of directors. Yet such agreements frequently also allow investors to obtain information on demand, especially in order to comply with regulatory constraints or to meet their obligations to their own investors.
- *Written or oral information.* The information usually consists of written communications or reports. It is advisable for investors to reserve the right to conduct interviews (periodically or on request) with the company's managers in order to gain a better understanding of the company's concrete situation.
- *Passive or dynamic information.* In addition to receiving the documents and information provided to them by management, it may be advisable for investors to become personally involved in regular monitoring of the borrower's business by placing a member or observer on its board of directors (see below).

d) *Right of verification*

To ensure the correctness of the provided information investors should reserve a contractual verification right. Such verification may take the form of interviews with the board of directors, the management, the auditors or inspection of the company's books. To cover the issues related to protection of business secrets, it is not uncommon to resort to the intervention of an independent third party to verify certain sensitive information.

This verification right raises certain questions in practice, since it is necessary to strike the right balance between the risk of defrauding the investor by disclosure of inaccurate or incomplete information, on the one hand, and the risk of business disruption by investors who are fussy and suspicious or who simply want to sow discord for tactical reasons.

- *Right to take away copies?* In my opinion, in the absence of clause to the contrary, the right to inspect documents does not imply any right to be provided with copies. On the other hand, absent special circumstances, the holder of the inspection right is entitled to make his own copies of the documents inspected, providing that he/she guarantees confidentiality and security.
- *Prior notice?* The shareholders' agreement often calls for a minimum notice period. If that is self-evident in the case of handover of documents, the same should be true, in my opinion, for visits to the company's premises or interviews with directors and officers. Although the investor's concern to keep management from tampering with the information during that period is understandable, the parties should bear in mind that the company is exposed to operational risks related to the unexpected arrival of a team of experts (upsetting of the personnel, disruption, tactical manoeuvres in a war among shareholders, etc.).
- *Right to choose interlocutors?* Although rare in practice, a contract clause could conceivably guarantee investors the right to choose the person within the company to answer their questions. For example, investors who practice due diligence know that it is sometimes most interesting to obtain an unprompted answer from an accountant about such and such unusual practice within a company rather than an answer that was prepared in advance by the CFO! Naturally, just as with the issues of prior notice mentioned above, the possibility of direct contact with low-ranking employees, who are often unaware of the nature of the relations between the management and investors, exposes the company to certain operational risks.

## 2. Influence: participating in the board of directors

### a) *Appointing a director*

Investors are generally entitled to appoint one or more representatives to the board of directors. That right enables investors to obtain information dynamically and to participate in shaping the will of the company and defending their own specific interests.

Note the following points:

- “*Representative*”. The expression investor’s “representative” is a malapropism since the primary obligation of the appointed director is to safeguard the company’s interests and he is not permitted to blindly follow the instructions of the shareholder whom he “represents”.<sup>2</sup> In practice, however, one has to admit that investors’ representatives keep in the forefront of their mind the protection of the interests of the person who appointed them.
- *Majority*. The balance of forces on the board of directors is often a hotly disputed topic in the negotiations of a financing round. When the investors are unwilling to give up their demand for a majority, but the founders claim a dominant position on the grounds of their knowledge of the field, the deadlock may be broken by entitling one side or the other to appoint the majority of the board members under certain conditions (such as achieving or failing to achieve certain milestones).
- *Eligibility of the appointee*. Cohesion among the board members is one of a company’s keys to success, especially in the event of a crisis or tense situation requiring fast, united action. The human factor therefore plays an important role, hence the opportunity to provide for criteria of eligibility for directors in the shareholders’ agreement. While the parties generally acknowledge that the founders, as individuals, are eligible to hold a seat on the board of directors, independent directors and investors’ representatives should be reasonably acceptable, and the shareholders’ agreement should stipulate who has the right to object to them as well as the terms and conditions of making such objections (presenting a new candidate, limited number of objections, mediation, etc.).
- *Minimum shareholdings*. The shareholders’ agreement often makes the right to appoint a director conditional on holding a certain minimum percentage of the share capital, thereby eliminating or suspending this right if the relevant investor is diluted below the agreed percentage. This clause is rarely applied as such, since the right to appoint directors, like the privileges attaching to the shares, is generally renegotiated at each financing round to strike a new balance among the founders, the independent directors, the existing investors and the newcomers.
- *Dismissal*. In order to be full and effective, the right to appoint a director must be accompanied by a clause allowing investors to dismiss their representative and appoint a new replacement. On the other hand, it would be contrary to the mandatory provisions governing companies limited by sha-

---

<sup>2</sup> On issues with representatives within the meaning CO 707 (2), and the resulting “dual nexus of duties”, see, in particular, CR CO II-Peter/Cavadini, no 20 et seqq., especially no 22, art. 707.

res (CO 705) if the shareholders' agreement had the effect of preventing the general shareholders meeting from dismissing a member of the board of directors for good cause.<sup>3</sup>

- *Protection of the board members.* The shareholders' agreement often requires the company to take out civil liability insurance for its directors and officers ("D&O insurance") to provide them with coverage if they cause damage to the company or third parties. It is advisable for the person appointed by an investor as a company's board member to ask, in addition to the D&O insurance, that the investor itself provide indemnification if such person is held liable for following its instructions.

#### b) *Appointing an observer*

The parties generally wish to ensure that the respective influences of the founders, the investors and the independent directors (experts in the field) remain balanced. Certain significant investors may insist on attending board meetings, however, to make sure they are kept as fully informed as possible. That is when the role of board observer comes into play. The appointment of a board observer calls for the following remarks:

- An observer will bear less liability than a director, especially if the observer actually refrains from exceeding the assigned passive role. According to the "*de facto corporate body*" theory, however, observers are not exempt from liability if they assume an active role on the board of directors so that their opinion is taken into account and proves to be decisive on certain matters.
- Not being a corporate body of the company, the observer is not legally subject to the duties of care, loyalty and equal treatment applicable to the directors (CO 717). It is therefore essential to require observers to sign specific confidentiality and non-compete undertakings when they first take office.<sup>4</sup>
- Finally, even if the board observer does not formally vote, the psychological impact of one or two additional investor representatives should not be un-

---

<sup>3</sup> According to an unpublished precedent from the Canton of Vaud, summarized and criticized by Wilhelm/Bloch, 108, any shareholders agreement clause that expressly appoints directors by name for an unlimited period is null and void (according to the *prima facie* standard applicable in interim measures) on the grounds that such a clause infringes the general meeting's inalienable right to remove directors. Also see Marchand, 1083, no. 3.4; CR CO II-Peter/Cavadini, no. 2a, 704: "[T]he general shareholders meeting's right of dismissal cannot be eliminated or even restricted, whether by contract or by the articles of association".

<sup>4</sup> DuPasquier, 278.

derestimated: the speaking time, physical presence and body language are intangible but quite real factors that influence the balance of power within the board of directors, particularly when negotiating sensitive issues.

### 3. Veto rights

For certain important decisions, investors generally demand a right of veto, especially when they form a minority on the board of directors. I have already mentioned the dilemma of trusting the founders rather than co-investors, but the adage “he who pays the piper, calls the tune” must prevail in specific cases.

The veto right is legally problematic, especially when it comes to decisions by the board of directors. While Swiss rules on limited liability companies expressly provide for the possibility of granting a veto right under the articles of association (CO 807), legal scholars consider that the articles of association of a company limited by shares may not provide such a right for resolutions falling within the powers of the general shareholders’ meeting<sup>5</sup>, or decisions of the board of directors<sup>6</sup>. Certain authors consider that such a right of veto against decisions of the board of directors, even if contractually guaranteed under a shareholders’ agreement, would be contrary to the fundamental principles of corporate law<sup>7</sup>.

One practical workaround for this problem consists in providing for a qualified majority (which requires the participation of the directors representing the investors) for important reserved decisions. Yet even this practice must be considered cautiously: citing a Zurich Commercial Court Judgment of 2015<sup>8</sup>, the authors of the SECA model shareholders’ agreement<sup>9</sup> propose two alternative clauses in this area, depending on the parties’ appetite for legal risks! Without claiming to settle this debate here, I merely wish to point out that the Zurich judgment in question lays down two clear principles:

---

<sup>5</sup> Although unanimity is required by law for certain important decisions (conversion to not-profit status (CO 706(2)(4)); the holding of an “*assemblée générale universelle*” [a general meeting attended by all shareholders] (CO 701(1)); waiver of the audit of the financial statements (CO 727a(2)), the majority requirements should not result in blocking the company’s conduct of business. Cf. CR CO II-Peter/Cavadini, nos. 12 and 14, 703.

<sup>6</sup> Böckli, §13, no. 121a et seq.; CO II-Peter/Cavadini, no. 4, 713 and the reference cited in note 12.

<sup>7</sup> See on this topic DuPasquier, 292 and the references cited.

<sup>8</sup> Zurich Commercial Court (HG ZH) Judgment No. 140114-O of 28 October 2015 c. 4.3.4.

<sup>9</sup> Cf. notes 21 to 23 of the model shareholders agreement (SECA Shareholders Agreement, 4<sup>th</sup> edition, November 2019).

- A requirement for a qualified majority on the board of directors cannot be based on articles of association or organizational regulations that are binding on the company itself, since that would violate the principle of equal treatment among board members;<sup>10</sup>
- On the other hand, such a qualified majority and even a veto right are expressly permitted in a shareholders' agreement that is not binding on the company.<sup>11</sup>

I therefore consider that a shareholders' agreement may validly grant a right of veto or provide for a qualified majority that necessarily includes investor representatives.

## II. Convertible loans

### 1. Background

It seems to be increasingly popular to finance start-ups through loans convertible into shares, especially in the following circumstances:

- *Bridge financing*. When it takes longer than expected to finance the company and the company's needs call for an immediate cash contribution, an existing shareholder often grants a bridge loan of an amount sufficient to meet the cash requirements until the probable closing date of the negotiations, which is generally in the near future. The loan conversion is performed under the terms and conditions of the next financing round, with the conversion price often being nearly 100% of the issue price of the next round, at least when the closing seems certain.
- *Gain time*. If the parties wish to proceed with an investment while disagreeing on the valuation of the company, or if there are still too many contingencies to determine a definite value, it is not uncommon for the parties to proceed with a convertible loan. In that case, the terms of conversion will be set by reference to the next financing round, i.e. the right to sub-

---

<sup>10</sup> HG ZH No. 140114-O c. 4.3.4: "That is precisely what these provisions of the Organizational Regulations are opposed to. The negative votes/abstentions of the 'B Directors' are differentiated from those of the other board members, which is incompatible with the principle of equal treatment."

<sup>11</sup> HG ZH No. 140114-O c. 4.3.4: "[T]here is no problem agreeing to veto rights under a non-binding shareholders agreement in any case." Also see Groner, 315 et seqq.; Marchand, 1087, no. 3.5; Premand, 139, no. 527; Wyss, 514.

scribe, by way of set-off, for the same class of shares as those issued in the next round, but at a price of conversion (or subscription) often reflecting a discount on the order of 15 to 30%, depending on the risk assessment.

- *Need for protection in case of insolvency.* Some investors would rather keep their investment in the form of a loan, so that they will receive the preferential treatment reserved for creditors as compared to shareholders in the event that the company goes bankrupt or is sold at a very low price to a third party (which will *de facto* be forced to ensure that the company honours its debts). If, in contrast, the company's business is booming, the conversion feature will allow the investors to profit from the potential gains reserved for shareholders. In this way, the lender gets "the best of both worlds". It should be noted that, unlike an investment in capital, a convertible loan is accounted for as debt on the company's balance sheet, so that it is considered in the calculation of overindebtedness for the purposes of CO 725(2). Convertible loans must often be subordinated in order to avoid notifying the bankruptcy judge, which renders the above-mentioned classification as debt less attractive.
- *Restructuring.* Finally, loans are sometimes converted to equity not because that was originally planned by the parties but as a restructuring measure for a company that subsequently experiences financial difficulties. In that case, conversion is neither a right nor an obligation but only a common desire to find a solution ensuring the company's survival.

## 2. Constraints under the Code of Obligations

### a) *Conditional capital*

Under CO 653b (3), the conditional capital enabling conversion of the reimbursement claim under the loan must exist before the conversion right is granted. In the absence of such conditional capital, the conversion right is "void" according to the wording of the law. Similarly, CO 653 stipulates that conditional capital may be used for conversion "of bonds or similar debt instruments".<sup>12</sup>

In practice, however, convertible loans are often granted in forms other than bonds or similar debt instruments (particularly by a single lender) and without underlying conditional capital. Such practices are not very problematic if all the shareholders sign the convertible loan agreement or otherwise undertake to perform all acts necessary to enable conversion under the specified conditions. Yet the issue becomes more acute whenever the company is unable to

---

<sup>12</sup> These two rules remain unchanged in the new Code of Obligations.

obtain the consent of all its shareholders – which happens in practice in companies with a dispersed shareholder base and pressing needs for a financing solution.

Although there is to my knowledge no case law on this subject, I consider, in agreement with the prevailing scholarly opinion quoted below, that the practice in question is legally valid, subject to the following qualifications:

- The expression “similar debt instruments” should be interpreted broadly so as to permit using the conditional capital to guarantee a conversion right related to any form of debt, whether certificated or not, even if there is only a single lender.<sup>13</sup> The structure of the loan should nevertheless ensure that the existing shareholders have the option of participating, to the extent that they have not waived it (see item b) below).
- “Nullity” (in the classical sense) of conversion right is not a suitable sanction. By prohibiting the issuance of options or conversion rights without conditional capital, the CO basically intends to prohibit the granting of such rights without coverage, in order to protect shareholders against a dilution they have not previously accepted. There is no reason to void such options or conversion rights insofar as the company is actually capable of covering them, particularly if it holds sufficient treasury shares at the time of the grant or if the general shareholders meeting votes in favor of the corresponding conditional capital or if treasury shares are acquired. The conversion right is not “void” but merely suspended (*suspendu*, *schwebend unwirksam*), to the extent that company is incapable of delivering the shares in case the conversion right is exercised.<sup>14</sup> In any case, the ineffectiveness provided by law only affects the company’s obligations, not the shareholders’ obligations, whenever the shareholders have undertaken to allow the conversion, e.g. by signing the convertible loan agreement or pursuant to the shareholders’ agreement.

Finally, adopting the appropriate conditional capital raises another difficulty: in practice, it often happens that the category of shares to be issued upon conversion has not yet been determined when the loan agreement is signed. That share category will be defined in reference to the next financing round, the terms of which are still unknown. The conditional capital clause is therefore complicated to draft and its validity may be called into question, insofar even

---

<sup>13</sup> CR CO II-Zen Ruffinen/Urben, no. 12, 653; BSK OR II- Zindel/Isler, no. 13 et seq., 653; Böckli, § 2, n. 209.

<sup>14</sup> Reutter, 207; Böckli, §2, no. 204; CR CO II-Zen Ruffinen/Urben, no. 18, 653b.



as it is capable of being recorded in the commercial register.<sup>15</sup> I therefore recommend obtaining the shareholders' express consent to the convertible loan, whenever possible, together with an undertaking to take the necessary steps to implement its terms. If the company has a dispersed shareholder base, it is useful for the shareholders' agreement to grant the right for a qualified majority of shareholders to consent to a convertible loan – or more generally to a financing round – and the obligation of the other shareholders, in such a case, is to proceed to perform all such actions as are necessary to enable the conversion.

*b) Right to subscribe prior to the loan and preferential subscription rights*

CO 653c, based on the assumption that conditional capital is available, requires that the existing shareholders be offered the possibility of participating in the convertible loan, since their holdings will be diluted at the time of conversion and they will not be able to exercise their preferential subscription rights at that time (CO 653c).

As indicated above, to the extent that it is possible to have all the shareholders express consent to the terms of the convertible loan, such consent will include a waiver of the right to participate in the convertible loan (or, if there is no underlying conditional capital, a waiver of the right to subscribe for the shares to be issued upon conversion).

Whenever such express consent cannot be obtained, it is necessary to pay very close attention to the process, which must take the following parameters into account:

- The investor must be able to count on a fixed investment amount, which implies being able to identify at an early stage which shareholders wish to participate (on a pro rata basis) in the convertible loan.
- The existing shareholders need to be familiar with the terms and conditions of the loan to make an informed decision whether to exercise or waive their right to participate in the loan.

---

<sup>15</sup> In 2014, the following clause of the articles of association was allowed in the commercial register of the Canton of Vaud: "The share capital shall be [...] increased by issuing a maximum number of [...] registered preferred shares, of the Category [...] or of the same category as the one entered at the time of the first capital increase, which category may be decided after entering the present article in the articles of association, namely on [date]..." (my underlining).

- The parties (particularly the investor) will not be willing to make the effort and incur the costs of preparing the paperwork until the final terms and conditions have been fixed, including the amount to invest.
- The schedule is usually tight and does not allow for a lot of back and forth.

In such a context, the following may be a workable solution:

- Negotiating the main terms of the convertible loan agreement with the investor in the form of a term sheet;
- Contacting the main shareholders to find out whether they are interested in participating and, if so, including them in the negotiations with the investor; this phase makes it possible to arrive at an estimated amount of the investment, bearing in mind that minor shareholders tend to participate only marginally in following rounds;
- Preparing a term sheet addressed to all the shareholders along with a letter describing the transaction and setting a deadline for them to express their interest in participating in the convertible loan, failing which, they will be deemed to have waived their right to participate in the convertible loan and their preferential subscription right at the time of conversion. Circumstances permitting, the company may attach to the term sheet a notice of the general shareholders meeting to vote on the necessary conditional capital and a proxy form for the exercise of voting rights at that general meeting.
- Based on the shareholders' responses, upon expiration of the fixed decision-making period, preparing and signing the final documents, holding the general meeting and disbursing the loan.

The above process calls for the following legal comments:

- *Term sheet.* I consider that the term sheet provides a sufficient basis for a valid waiver by the shareholders of their right to participate in the loan: provision of the final documents is not a requirement for such a waiver. The situation is delicate, however, in the case of an investor trying to insert last-minute amendments in its own favour, e.g. by alleging that the company's situation has deteriorated. In such cases, it would be prudent to submit the new terms to the shareholders, with a short time limit to respond if interested; it would also be prudent to indicate in the initial communication to shareholders that a fast response may be required from them in case the final documents deviate from the term sheet.
- *Tacit waiver.* I consider that failure by a shareholder to respond by the imparted deadline amounts to a valid waiver of the right to participate in the convertible loan and in the subsequent capital increase. Here again, a clause of the shareholders' agreement specifically providing for such a mechanism would be welcome for the sake of legal certainty.

- *Subsequent modifications.* Finally, it is an open question how the convertible loan agreement may be subsequently modified by agreement between the lender and the borrower company. In light of the shareholders' waiver of their preferential subscription rights, granted in reference to a given transaction, is it permissible for the lender to obtain certain benefits in exchange for a waiver of the exercise of certain rights (e.g. the right to demand reimbursement if a milestone is missed or if representations and warranties are breached)? On the other hand, can the company grant a grace period to an investor who is unable or unwilling to pay the amount of his investment by the agreed deadline?
- *Rights of existing convertible loan holders.* The piling up of successive convertible loans often creates a remarkable level of complexity. In addition to conversion issues (see 3 below), it is necessary to determine the extent to which lenders who presumably have not yet converted their loans are entitled to participate in a new convertible loan when no financing round has occurred. CO 653d (2) contains very general rules about protecting holders of conversion and option rights against dilution. Does this right include the possibility of participating *pro rata* in a future convertible loan? If so, how should the *pro rata* be calculated, since the subscription price (hence, the number of shares to issue upon conversion) is still unknown? In practice, it is worth the effort to anticipate that eventuality by including a suitable clause in the convertible loan agreement that establishes the basis on which the lenders of the first convertible loan may participate in the second, or by excluding that right to participate.

Note that the foregoing issues related to the term sheet and tacit waiver are likewise found in an ordinary financing round, without a convertible loan: the only difference is that the immediate capital increase makes it possible to quickly eliminate any debates about the preferential subscription right, whereas that question may remain unresolved until the time of conversion in the case of convertible loans.

### 3. Conversion and conversion rates

The conversion of a loan into shares is nothing other than a subscription for shares by means of a set-off against the debt claim under the loan.

#### a) *Mechanism of set-off*

By exercising its right of set-off, the lender declares its intent to subscribe for a number of shares calculated by dividing the amount of its loan (plus any interest) by the price per share under the convertible loan agreement. If the

convertible loan is based on conditional capital, the lender immediately becomes a shareholder upon declaring its intent to exercise the conversion right; otherwise, a transfer of treasury shares by the company or a capital increase (ordinary or authorised) must be made.

The agreed interest on the convertible loan receivable raises withholding tax issues that I do not address here but that should not be overlooked whenever the number of (non-bank) lenders exceeds 10 (for a single loan) or 20 (for all loans together).<sup>16</sup> An alternative solution that may be considered by the parties is to set a progressively increasing discount off the conversion price.

*b) Mandatory or optional conversion*

The convertible loan agreement should clearly distinguish cases in which the lender has an obligation to convert (the company may demand conversion) from cases in which the lender merely has a right to convert. There is no universal rule. The agreement must provide a solution suited to the particular situation. As a general rule, a conversion is mandatory during the next financing round, as is also the case upon achieving certain definite milestones. Conversion is sometimes possible before maturity, generally at the lender's option, even in the absence of a financing round. It is advisable for the lender to provide for a conversion right at all times in case of the sale of the company, failing which, the lender might lose the profit from a sale of the company!

It is useful for the convertible loan agreement to provide a mechanism to force conversion, as much as possible, if the lender fails to cooperate. Given that the lender must subscribe for the shares, the loan agreement may contain a power of attorney to perform all actions giving effect to the conversion, including by signing a declaration of intent to exercise the conversion right, a subscription form etc. This solution is not completely satisfactory since the power of attorney, even if granted jointly, may be revoked at any time,<sup>17</sup> but in any case it helps to palliate the lender's inaction, if not its active opposition.

*c) Anti-dilution*

The conversion – and discount involved – may have surprising effects by triggering the unexpected application of an anti-dilution clause agreed in an ear-

---

<sup>16</sup> On this subject, see, for example, Oesterhelt, 755.

<sup>17</sup> CR CO I-Chappuis, no. 7, 34. ATF 118 II 496 consid. 5b p. 499 et seqq.: “[T]he power of attorney must be unanimously granted to the representative of the estate and may be revoked by one single person at any time”.

lier financing round<sup>18</sup>. Indeed, if the discount is 20% and the share price in the round in which the anti-dilution clause was adopted is CHF 20, and the next round of financing provides for a share price of CHF 23 (i.e. higher than the price in the previous round), the lender will be able to convert at a price of CHF 18.40 (80% of CHF 23), i.e. a price lower than the price in the reference round for anti-dilution. It is therefore recommended to decide for each financing round whether or not the anti-dilution clause will also apply to the subscription price applicable to the convertible loan holders. Moreover, it is advisable to specify whether the anti-dilution clause will apply to all subsequent rounds or only to the immediately following round, and whether it may apply more than once.

#### *d) Piling up of convertible loans*

Without going into the details, it is important to bear in mind that, while a convertible loan may be a convenient means of postponing the valuation of the enterprise to a later date, it may be problematic to repeat the practice before having converted the first loan. In fact, the calculations of conversion, the rights to which the various convertible loan holders are entitled and their interrelationships are very complex, since they are made by reference to a price that is still unknown and the diluting effects of one loan on the other are difficult to ascertain. We shall see in the next section that this situation is also problematic in the event of an IPO of the company, which requires a clear presentation in the prospectus of the company's capital structure that is difficult to provide.

### **III. Issues related to an Initial Public Offering (IPO)**

The objective of this section is not to give a detailed description of all the steps in a company's IPO (*Initial Public Offering*) but rather to highlight a few issues that tend to arise in practice. Many of the points mentioned below are related to the fact that the IPO process requires substantial, lengthy preparation before finding out the essential part of the transaction: the pricing of the issue

---

<sup>18</sup> An anti-dilution clause is intended to protect an investor against the diluting effects of a subsequent financing round on a share price lower than in the current round. In such cases, the anti-dilution clause entitles the investor to obtain shares (either by subscribing for new shares at nominal value or by acquiring existing shares from other shareholders) so as to reduce the investor's average purchase price. There are several variants of this calculation, which may be more or less favourable to the investor.

and the “go/no go” decision, which come at the very end of the process, whereas the publication of the prospectus, the due diligence and all the marketing activities have been implemented beforehand.

## 1. Single share class

Today, it seems inconceivable to carry out an IPO of a company whose capital would retain preference shares. The market shows a clear preference for a single share class<sup>19</sup>, so that all privileged shares must be converted into ordinary shares before any IPO process. Most shareholders’ agreements provide for such an automatic conversion in the event of an IPO, but it often results in a loss of privileges for the investors, with no compensation.

It is possible to provide a compensatory mechanism (e.g., by issuing new shares at par value). The difficulty in that case is that the agreement must contain an abstract definition of a formula to calculate the reference value needed to calculate the privileges and thus the number of additional shares to be issued to compensate for the loss of such privileges, and that number will not become known until the last moment when the IPO issue price is set. Unless the shareholders’ agreement provides such a mechanism in advance, it will be difficult to get the other shareholders to waive their preferential subscription right.

Finally, if the IPO ends up not being implemented, it will be necessary to reinstate the *status quo ante* (mainly the privileges) which will be complicated if some compensatory shares have been distributed and must be cancelled.

## 2. Conflicts of Interest

A company about to go public has often already completed several rounds of financing, and the investors who participate in its capital sometimes differ in terms of their situations and interests:

- Certain investors who have been involved ever since the earliest years of the company’ life can no longer continue to invest (since their fund’s investment period has expired), will earn a potentially substantial profit even with a moderate valuation and need to exit (sale or IPO) on short notice so they can refund to their shareholders the funds they have advanced. These in-

---

<sup>19</sup> Subject to the existence of shares with preferential voting rights in certain listed companies that have a reference group of family shareholders concerned about maintaining control without holding the majority of the capital’s nominal value.

vestors often have privileges inferior to those of the new investors, so that a conversion of all the shares into ordinary shares does not bother them so much and may even benefit them.

- Other investors who bought into the capital at a later stage paid a higher price and expect a more substantial increase in value; they have the means of funding new financing rounds, potentially on terms that are favourable to them if they manage to secure a position of privileged interlocutor.

An IPO, while it may be attractive to founders who view capital market financing as a means of maintaining control over their company, is often not the preferred exit scenario for investors:

- The market cannot provide the premium that a strategic investor is ready to pay for the synergies.
- In an IPO, the company will not attempt to maximize the share price so as to leave room for potential appreciation of the share price in the future and thus maintain the trust of the stock market in the medium and long term.
- It is generally prohibited for existing shareholders to sell their holdings within a 6 to 12-month period after the IPO (*lock-up period*); after that, the sale remains complicated if the investor wishes to avoid making the share price drop substantially by offering to sell a substantial block of shares.
- The fact that a company has gone public reduces the likelihood of being sold later to a strategic investor due to the complexity of public tender offer processes.

In light of the foregoing, it is not uncommon to see investor representatives on the board of directors (who are often majority shareholders at this point) fighting to promote the solution most favourable to their specific situation, without much consideration for the interests of the company. This may result in inextricable deadlocks that cannot be resolved without the risk of a major crisis accompanied by collateral damage to the company.

### 3. Special Clauses of Shareholders' Agreements

Certain clauses of shareholders' agreements deserve special attention in connection with an IPO. It is not uncommon, at the start of the IPO process, for the parties to realize that they need to modify or supplement the shareholders' agreement, which is too often drafted with a sale as the main exit scenario.

*Qualified IPO.* The shareholders' agreement sometimes provides for different majorities required to trigger an IPO process, depending on whether the IPO is "qualified" or not, that is to say, whether it allows investors to earn a certain multiple of their investment. Since the IPO issue price is set at the end of the

process, such clauses only mean that such qualified majority may oppose – at the last minute – the launch of the IPO. It must therefore be kept in mind that this right of opposition does not create any right to launch an IPO but rather the right to stop it at the last minute.

*Capitalization Table.* The rules for drafting a prospectus in an IPO require the company to give a clear presentation of its shareholding structure immediately after the IPO.

- With that in mind, options or conversion rights that enable the acquisition of shares at a fixed price (other than employee options, which are generally accepted in the market) should be prevented from surviving the IPO, as far as possible. In fact, the market often reacts negatively to rights to subscribe for shares on preferential terms.
- More generally, it is advisable to simplify the capital structure, if possible before going to the notary who participates in the execution of the capital increase on the day preceding the IPO. In particular, having to convert loans, exercise options, or issue shares with an anti-dilution effect on the day preceding the IPO should be avoided. First of all, in the marketing phase (roadshow), such activities would complicate communications with investors, who would have to devote too much energy to understand the factors determining their share of capital for a given investment, to the detriment of their understanding of the business model. Secondly, since the number of shares is calculated on the basis of the final price, such calculations cannot be performed until the last moment; pre-validation of the documents by the commercial register will have only a limited effect and the multiple documents required for the issuance of new shares, originating from different signatories, will have to be finalized in a hurry. All such factors increase the execution risk, which is already significant given the complexity of the IPO process itself.

*Other clauses.* It is important for the shareholders' agreement to provide for a shareholder undertaking to accept being temporarily prohibited from selling their shares after the IPO (lock-up period), while at the same time leaving the company and the banks some leeway in defining that that period, if possible. The agreement may also provide for a shareholder undertaking to lend the banks a portion of their shares for a relatively short time in order to allow for the market placement of such additional shares, where appropriate ("greenshoe", or over-allotment, option). Finally, the agreement should stipulate that it



will terminate automatically in the event of an IPO (i.e. on the first trading day) so that it can be unequivocally stated in the prospectus that there is no longer any shareholders' agreement.<sup>20</sup>

#### IV. Managing large groups of shareholders

The needs of a start-up often call for fast actions, which are incompatible with the relatively strict rules of company law. One of the problems often encountered is the lack of response on the part of minor shareholders who have now lost interest in the company, whether former employees, early fans disappointed by the dilution imposed by the following financing rounds, or retired business owners currently sailing around world!

Here are a few practical suggestions to handle such situations:

- Provide a clause allowing a significant majority (80 to 90%) to modify the shareholders' agreement without the consent of the remaining shareholders. The validity of such a clause has not been put to the test, as far as I know. In my opinion, the clause should be considered valid at least insofar as the shareholders who did not consent are not affected by it to a greater extent than the other shareholders, taken as a whole. Such a clause also turns out to be useful, or even indispensable, to enable adapting the shareholders' agreement on the occasion of a new financing round when it is not possible to collect all the shareholders' signatures.
- To the same purpose, the shareholders' agreement may contain a presumption, accepted by each signatory, that the shareholders will accept the proposals that will be addressed to them by the company's board of directors (or a representative appointed to that effect), unless they declare their opposition to the proposal within a certain time limit. Such a clause particularly makes it possible to establish a better contractual basis for the tacit waiver of the preferential subscription right in the event of a new round of financing or a convertible loan (see [II.2.b](#)) above).

---

<sup>20</sup> The existence of a *lock-up* period is generally considered to be an agreement giving rise to an organized group, and the parties subject to it must be announced as such, pursuant to articles 120 et seq. of the Federal Act on Financial Market Infrastructures and Market Conduct in Securities and Derivatives Trading of 19 June 2015 (Financial Market Infrastructure Act, FinMIA, SR 958.1) and Article 12 of the Ordinance of the Swiss Financial Market Supervisory Authority on Financial Market Infrastructures and Market Conduct in Securities and Derivatives Trading of 3 december 2015 (FINMA Financial Market Infrastructure Ordinance, FinMIO-FINMA, SR 958.111).

- Finally, it is possible for all the parties to grant an express power of attorney to a certain person to act on their behalf to perform the obligations under the shareholders' agreement. The representative thus appointed will address all the shareholders before acting on their behalf, so as to give them an opportunity to respond quickly. In the absence of opposition, the representative may act quickly under the provisions of the universal shareholders meeting (*assemblée générale universelle*), in particular without observing the notice period of 20 days.<sup>21</sup> That allows, for example, adjusting the amount of conditional capital for the option plan to the benefit of employees to the percentage stipulated in the agreement, to sign the shareholders' agreement on behalf of those who are unreachable, or to vote on the capital increase necessary to enable a loan conversion.

## V. Conclusion

Legal protection of the investor largely depends on negotiation of contractual rights. Such rights, although standardized to a certain extent, still need to be evaluated and adapted to each specific situation. Investors do not all have the same interests and aspirations, their business models and fields of activities vary. In any case, I hope that the above reflections will have helped point out certain practical aspects to be taken into account.

## Bibliography

- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (art. 530-964 CO), in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (editor), 5<sup>th</sup> edition, Basel 2016 (cited BSK OR II-author, no. XX, art. YY).
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4<sup>th</sup> edition, Zurich 2009.
- Commentaire Romand – Code des obligations I (art. 1-529 CO), in: Thévenoz Luc/Werro Franz (editor), 3<sup>rd</sup> edition, Basel 2021 (cited CR CO I-author, no. XX, art. YY).
- Commentaire Romand – Code des obligations II (art. 530-1186 CO), in: Tercier Pierre/Amstutz Marc/Trigo Trindade Rita (editor), 2<sup>nd</sup> edition, Basel 2017 (cited CR CO II-author, no. XX, art. YY).

---

<sup>21</sup> The Federal Supreme Court held that a waiver of the 20-day notice period for the meeting under CO Article 700(1) was valid only in a specific case, and that a shareholder could not validly waive that period in an abstract way for the future (Federal Supreme Court Judgment 4C.88/2000 of 27 June 2000 c. 2b). For the same reason, I recommend that the representative validate his power of attorney before exercising his rights.

- DuPasquier Ulysse, Le financement d'une jeune société – Environnement légal et rapports entre les acteurs du financement de jeunes sociétés anonymes, dans le cadre du financement par fonds étrangers et fonds propres, du financement participatif et des ICO, thesis at Neuchâtel 2019.
- Groner Roger, Private Equity – Recht, Bern 2007.
- Marchand Sylvain, Recueil de contrats commerciaux, Models in French and English, commented on according to Swiss law, Basel 2013.
- Oesterhelt Stefan, Wandelanleihen und Wandeldarlehen – Besteuerung der Investoren und Emittentin, Expert Focus 2020, 754 et seqq.
- Premand Viviane, Les sociétés de famille dans les formes de la société anonyme et à responsabilité limitée, thesis at Fribourg 2010.
- Reutter Thomas, Lediglich « Punktueller Anpassungen und Präzisierungen der Bestimmungen zum bedingten Kapital »? Bedingt zutreffend!, RSDA 2021, 302 et seqq.
- Wyss Alexander, Finanzierung von Jungunternehmen – Der Aktionärbindungsvertrag (2<sup>nd</sup> part), ECS 2006, 514 et seqq.



# Driving Performance: Incentive-Strukturen aus unternehmerischer und rechtlicher Sicht

Matthias Staehelin\*

## Inhalt

I.	<a href="#">Fragestellung</a>	78
II.	<a href="#">Ausgangslage</a>	79
1.	<a href="#">Besondere Bedürfnisse von privaten Innovationsfirmen</a>	79
2.	<a href="#">Motivation – Grundlage und Treiber</a>	80
a)	<a href="#">Nicht-finanzielle Anreize</a>	81
b)	<a href="#">Finanzielle Anreize</a>	82
III.	<a href="#">Driving Performance: Best Practice bei Vergütung</a>	82
1.	<a href="#">Vier zentrale Parameter</a>	82
2.	<a href="#">Vergütungs- und Anreizsysteme müssen kompetitiv sein</a>	84
3.	<a href="#">Vergütungsmodelle müssen fair und gerecht sein</a>	84
4.	<a href="#">Vergütungsmodelle müssen nachvollziehbar sein</a>	85
5.	<a href="#">Belohnung für (vergangene) Leistung</a>	86
6.	<a href="#">Ausrichtung auf langfristigen Erfolg</a>	87
7.	<a href="#">Vergütungsmodelle müssen Vertrauen schaffen</a>	88
8.	<a href="#">Beteiligungsprogramme müssen finanziert sein</a>	88
9.	<a href="#">Vermeidung von steuerbarem Einkommen zur Unzeit</a>	88
10.	<a href="#">Beteiligungsprogramme und Exit</a>	88
11.	<a href="#">Vorgaben Stimmrechtsberater</a>	89
IV.	<a href="#">Driving Performance: Typische Beteiligungsmodelle</a>	90
1.	<a href="#">Aktienplan</a>	90
2.	<a href="#">Optionenplan</a>	90
3.	<a href="#">Sweet und Strip Equity bei Private-Equity Transaktion</a>	91
4.	<a href="#">Sonderfall: Anpassung des Gründerteams</a>	91
V.	<a href="#">Inhaltliche rechtliche Umsetzung und Fallstricke</a>	92
1.	<a href="#">Rechtliche Vorgaben kraft Steuerrecht</a>	92
a)	<a href="#">Aktien</a>	92
b)	<a href="#">Virtuelle Aktien oder virtuelle Optionen</a>	93
c)	<a href="#">Optionen</a>	93
d)	<a href="#">Sozialversicherungsbeiträge</a>	94

---

\* Ich danke Natacha Tang, BLaw, für die tatkräftige Unterstützung.

2.	<a href="#">Rechtliche Vorgaben kraft Arbeitsrecht</a>	94
a)	<a href="#">Formvorschriften</a>	94
b)	<a href="#">Gleichheitsgebot</a>	95
c)	<a href="#">Lohn oder Gratifikation?</a>	95
aa)	<a href="#">Variable Vergütung dem Grundsatz und der Höhe nach vereinbart</a>	96
bb)	<a href="#">Variable Vergütung dem Grundsatz nach vereinbart, Höhe liegt im Ermessen</a>	96
cc)	<a href="#">Variable Vergütung sowohl im Grundsatz wie auch in Höhe im Ermessen</a>	97
d)	<a href="#">Folgen wenn Lohn</a>	98
aa)	<a href="#">Zwingende Bestimmungen bezüglich Entstehung des Anspruchs, Bemessungsgrundlagen und Fälligkeit</a>	98
bb)	<a href="#">Minimum angemessenes Entgelt</a>	99
cc)	<a href="#">Truckverbot</a>	99
dd)	<a href="#">Fortzahlungspflicht bei Vertragsbeendigung</a>	100
ee)	<a href="#">Kürzung wegen Pflichtverletzung</a>	101
e)	<a href="#">Kündigungsschutz</a>	101
f)	<a href="#">Konkurrenzverbot</a>	102
3.	<a href="#">Rechtliche Vorgaben aus dem Gesellschaftsrecht</a>	102
a)	<a href="#">Angemessenheit der Vergütung</a>	102
b)	<a href="#">Zulässigkeit von Abgangsentschädigungen</a>	103
VI.	<a href="#">Formelle Umsetzung: Vorgehen und Verfahren</a>	103
1.	<a href="#">Wahl von Standardlösungen</a>	103
2.	<a href="#">Interessenskonflikte</a>	104
3.	<a href="#">Verfahrensvorschriften kraft Gesellschaftsrecht</a>	104
4.	<a href="#">Verkauf Aktien mit Darlehen</a>	105
5.	<a href="#">Auswirkung auf Jahresrechnung und Gewinnsteuern</a>	105
VII.	<a href="#">Ausblick: Welche Reformen sind notwendig?</a>	106
1.	<a href="#">Arbeitsrecht behindert Innovationsfirmen</a>	106
2.	<a href="#">Steuerrecht behindert Innovationsfirmen</a>	107
VIII.	<a href="#">Zusammenfassung</a>	107
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	108

## I. Fragestellung

Nach langer Suche ist eine Wachstumsfirma bei der Suche des CEOs fündig geworden: Die führende Kandidatin würde hierfür die Leitung der Abteilung bei einer Grossfirma verlassen und verlangt ein solides Grundgehalt, 40% Bonus aufgrund klarer vorbestimmter Ziele, 5% aller Aktien der Firma als Op-

tionen (mit automatischer Erhöhung bei jeder Kapitalerhöhung), wovon ein Teil am ersten Arbeitstag vesten sollen sowie eine Abgangsentschädigung von sechs Monatssalären.

Folgende Überlegungen können helfen, dieses Beispiel einzuordnen:

- Welche „klar vorbestimmte Ziele“ sind für den Bonus vorgesehen? Schaffen diese langfristigen Mehrwert? Stehen sie im Einklang mit der Strategie?
- Bonus aufgrund klarer vorbestimmter Ziele qualifiziert wohl als Lohn: Auch wenn für die Feststellung der Ziele Ermessen besteht, besteht im Grundsatz nach ein Anspruch auf zusätzliche Vergütung auch bei durchschnittlicher Leistung.
- Ist es richtig, die hohe Vergütung in Optionen nicht an Ziele zu knüpfen, sondern nur an den Zeitablauf? Sofortiges Vesting am ersten Arbeitstag und eine automatische Erhöhung bei jeder Kapitalerhöhung sind ungewöhnlich, der letzte Punkt ist rechtlich auch schwer umsetzbar.
- Eine Abgangsentschädigung von sechs Monatssalären ist bei nicht-kotierten Firmen rechtlich zulässig. Eine solche Regelung kann für die Firma sogar besser sein, wenn dafür die Kündigungsfrist deutlich kürzer ist.

## II. Ausgangslage

### 1. Besondere Bedürfnisse von privaten Innovationsfirmen

Innovationsfirmen, oft finanziert durch Wagniskapitalgeber (VC), haben bestimmte Bedürfnisse: Sie verfolgen oft ein Geschäftsmodell eines „*ongoing disruptor*“, welche ihre Strategie immer wieder anpassen, um etablierten Geschäftsmodellen das Wasser abzugraben.<sup>1</sup> Sie stehen, wenn es etwa um die Entwicklung einer neuen Therapie geht, mit den Forschungsabteilungen der grossen Pharmafirmen direkt in Konkurrenz. Für die Umsetzung ihres Vorhabens müssen Mitarbeitende mit dem bei etablierten Firmen erarbeiteten Know-how angeworben werden. Dabei können solche Firmen mit einer agilen und einfachen Struktur mit flachen Hierarchien punkten und grösseren Handlungsspielraum für die Mitarbeitenden anbieten.<sup>2</sup> Bei der Vergütung wird es aber meist schwieriger: In der Startphase können oder wollen Innovationsfirmen oft kein marktgerechtes Bargehalt zahlen und suchen einen Ausgleich mit einem Beteiligungsprogramm.<sup>3</sup> Dabei versuchen sie, die wirtschaftlichen Auswirkungen zu minimieren, wenn Mitarbeitende das Unternehmen verlas-

---

<sup>1</sup> Burchmann/Jones, 5.

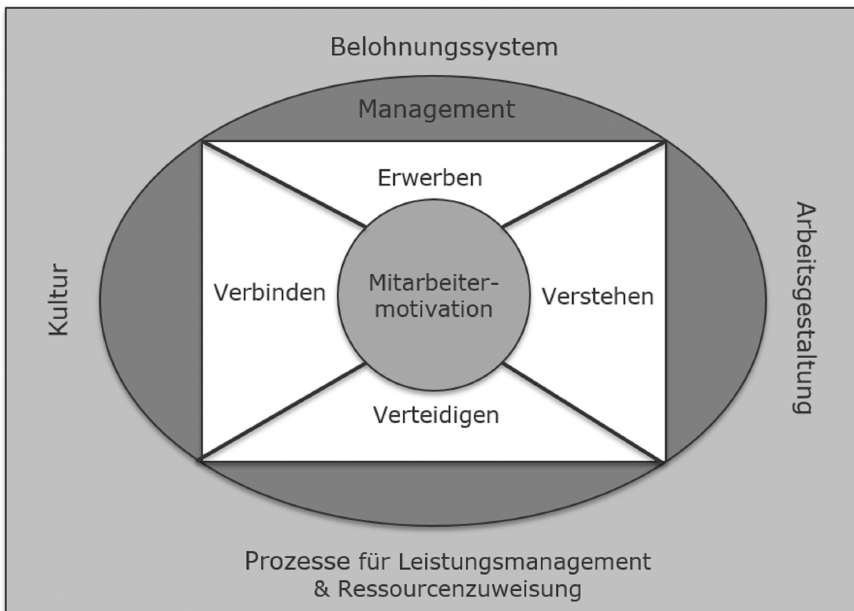
<sup>2</sup> Jazylo.

<sup>3</sup> Eyben.

sen.<sup>4</sup> Anpassungen des Bargehalts sind im Anschluss an Finanzierungsrunden manchmal in moderater Form möglich, können aber oft nicht das Delta zu grossen Firmen ausgleichen.

Die zentrale Herausforderung ist hierbei, das richtige Mass an Risikobereitschaft zu finden: Nur mit höherem Risiko lassen sich viele innovative Geschäftsmodelle umsetzen. Mitarbeitende, welche ihr ganzes Humankapital für die Firma einsetzen, tendieren häufig dazu, risikoscheu zu sein, weil ein Scheitern der Firma übermässige Auswirkungen hätte; für sie ist im Gegensatz zu Aktionären eine Diversifikation viel schwieriger.<sup>5</sup> Innovationsfirmen erfordern damit ein Vergütungsmodell, welche kurzfristig Misserfolge zulassen, solange der langfristige Erfolg belohnt wird.

## 2. Motivation – Grundlage und Treiber



Quelle: GROYSBERG/NOHRIA, Harvard Business Review

Die Motivation der Mitarbeitenden ist für jedes Unternehmen ein Schlüsselfaktor. Sie wird oft in zwei Gruppen unterteilt: Die intrinsische Motivation um

---

<sup>4</sup> Friedman.

<sup>5</sup> Mahler/von der Crone, 547.



sich selbst willen (Selbstmotivation) sowie die extrinsische Motivation, welche durch Anreize hervorgerufen wird. Führungskräfte können die intrinsische Motivation durch Vorbildfunktion, klare Organisation und Struktur, Übertragung von Verantwortung, Respektierung der Individualität und Teilhabe am Erfolg verstärken.<sup>6</sup>

Zur Stärkung der extrinsischen Motivation lassen sich die Anreize in nicht-finanzielle und finanzielle Anreize unterteilen.

a) *Nicht-finanzielle Anreize*

Die Unternehmenskultur spielt für die nicht-pekuniäre Anreize eine zentrale Rolle. Als Unternehmenskultur werden dabei die gemeinsamen Überzeugungen und Werte aller Mitarbeitenden verstanden, welche ihr Verhalten beeinflussen.<sup>7</sup> Anzeichen einer Erfolgskultur sind motivierte Mitarbeitende, die gerne zur Arbeit kommen, eine Orientierung zu Leistung und der Wille, sich auch in einem intensiven internationalen Wettbewerb erfolgreich durchzusetzen.

Mitarbeitende schätzen bei Wachstumsfirmen (*Start-ups*) die höheren Handlungsspielräume und Vielfältigkeit der Arbeit, die Zeitautonomie, den schnelleren Lernprozess mit entsprechender Steigerung ihres Erfahrungsschatzes sowie die sichtbaren Resultate ihres Beitrags.<sup>8</sup> Wichtig ist auch eine Willkommenskultur, also die rasche Integration neuer Mitarbeitender sowie eine aufrechte Feedback-Kultur.

Unzufriedene Mitarbeitende nennen meist drei Faktoren, die beim Entscheid, das Unternehmen zu verlassen, eine zentrale Rolle spielten: Mangelnde Entwicklungsperspektive bezüglich Arbeit und Verantwortung, Vergütung und eine kritisch angesehene Unternehmenskultur.<sup>9</sup> Die Qualität des Managements sowie das Gleichgewicht zwischen Arbeit und Freizeit (*work life balance*) werden weniger oft genannt, was sicher auch mit dem Response-Bias zu tun hat (weniger ehrliche Antworten).<sup>10</sup>

---

<sup>6</sup> Bork/Engelen, 9.

<sup>7</sup> Palepu, 4.

<sup>8</sup> Bork/Engelen, 7; Palepu, 7; von Salis, 274 f.

<sup>9</sup> Chamberlain, 3.

<sup>10</sup> Chamberlain, 4.

## b) *Finanzielle Anreize*

Mit einer marktgerechten Vergütung beabsichtigt die Firma:

- die besten verfügbaren Talente zu engagieren;
- diese Talente anzuspornen (inklusive Eigeninteresse am Erfolg);
- diese Talente an die Firma zu binden und dabei die Interessen von Arbeitgebern und Mitarbeitenden in Einklang bringen.<sup>11</sup>

Die Vergütungspolitik eines Unternehmens legt dabei den Zweck, die Ziele, die Pfeiler der Vergütung und die hierfür verantwortlichen Personen fest.<sup>12</sup>

In Bezug auf Mitarbeiterbeteiligung wiegt in der Schweiz immer noch ein etwas paternalistisches Weltbild vor. Höchststrichterlich werden folgende Zwecke genannt: Erhöhung der Attraktivität der Gesellschaft als Arbeitgeberin für hoch qualifizierte Arbeitskräfte; Motivation der Mitarbeiter, indem diese von dem durch sie geschaffenen Wert profitieren können; Bindung des Kaders an die Gesellschaft; sowie Schaffung übereinstimmender Ziele von Aktionären, Management und Angestellten.<sup>13</sup> Falsch ist dies sicher nicht, aber unvollständig. Bei Innovationsfirmen geht es schlicht ums Überleben: Ohne attraktive Beteiligungsmodelle lassen sich ihre Geschäftsideen gar nicht umsetzen. In der Essenz geht es also um die Schaffung einer *high-performance* Kultur, in welcher ein Team gemeinsam vordefinierte langfristige Ziele erreicht.

Ungeeignete Vergütungsmodelle können sich auch negativ auswirken, etwa durch negatives Verhalten von Mitarbeitern, Demotivierung durch als ungerecht empfundene Entlohnung oder übermässigen Druck.<sup>14</sup> Zusätzlich kann sich ein Scheitern der Firma doppelt negativ auswirken: Geht es der Firma schlecht, besteht neben dem Risiko des Verlusts des Arbeitsplatzes noch das Risiko des Kursverlusts.<sup>15</sup>

## III. Driving Performance: Best Practice bei Vergütung

### 1. Vier zentrale Parameter

Vergütungsmodelle werden von vier zentralen Parametern dominiert:

- Fix versus variabel

---

<sup>11</sup> Arhelger; Pair, 26.

<sup>12</sup> Srinivasan, Designing Executive Compensation at Kongsberg Automotive, 20.

<sup>13</sup> BGE 130 III 495 503; Meier Schleich, 62.

<sup>14</sup> Daniels et al., 2.

<sup>15</sup> Helbling, 58.

- kurz- versus langfristig
- bar versus Beteiligung (direkt oder indirekt)
- individuelle versus firmenweite Zielerreichung

Das Verhältnis zwischen kurz- und langfristiger variabler Vergütung sollte angemessen sein und dem grösseren Risiko für Rückschläge bei Innovationsfirmen Rechnung tragen. Die Vergütungspolitik des Unternehmens sollte insbesondere eine unverhältnismässige Konzentration auf kurzfristige variable Vergütungselemente vermeiden und eine klare Verbindung zwischen der Leistung des Unternehmens und den variablen Anreizen schaffen.<sup>16</sup>

Das ideale Vergütungsmodell verbindet die strategischen Ziele und deren Erreichung mit der Vergütung und fördert langfristig rentables Wachstum.<sup>17</sup> Finanzielle und nichtfinanzielle Bedingungen, einschliesslich ESG-Kriterien, sind relevant, solange sie eine effektive Leistung im Einklang mit dem Zweck, der Strategie und den Zielen des Unternehmens belohnen.<sup>18</sup> Dabei gilt es, Ziele zu definieren, welche einfach erklärbar sind und bei guter Performance nachhaltige Auswirkungen auf den Gewinn haben.<sup>19</sup>

Sind die Ziele zu einfach zu erreichen, kann eine Organisation selbstgefällig werden und die Leistungsträger innerhalb der Organisation können sich nicht entfalten. Sogenannte Stretch Goals, also eine über das Budget oder den Plan hinausgehende Zielvorgabe, erzeugen innerhalb der Organisation eine Spannung, können Mitarbeitende verunsichern, aber auch kreative Kraft freisetzen und geben den mutigen Mitarbeitern den notwendigen Raum und Anerkennung. Die Gefahr besteht dabei darin, dass die Nichterreichung als kollektives Versagen verstanden wird.<sup>20</sup>

Bei den grössten kotierten US-Firmen wird die oberste Führungsebene überwiegend (70% und mehr) mit Beteiligungsrechten entschädigt, welche variabel, langfristig und auf firmenweite Ziele ausgerichtet sind.<sup>21</sup> In der Schweiz nimmt der Baranteil (Basis und Cash-Bonus) immer noch einen grösseren Anteil ein (oft 50% oder mehr).<sup>22</sup> Bei grösseren Firmen lässt sich beobachten, dass variable Vergütungsanteile vermehrt in gesperrten Aktien oder vergleichbaren

---

<sup>16</sup> ISS (Institutional Shareholder Services), 21.

<sup>17</sup> Greiner/Julian.

<sup>18</sup> ISS (Institutional Shareholder Services), 21.

<sup>19</sup> Srinivasan, Current Considerations for Compensation Committees, 14.

<sup>20</sup> Srinivasan, Henkel - Driving Performance, 7.

<sup>21</sup> Greiner/Julian.

<sup>22</sup> Schmid/Wagner, 11.

Instrumenten mit wohlklingenden Namen wie Restricted Stock Units (RSU) oder Performance Share Units (PSU) ausgegeben werden, wobei oft die vergangene Performance im Vordergrund steht (*fire and forget*).<sup>23</sup>

## 2. Vergütungs- und Anreizsysteme müssen kompetitiv sein

Innovationsfirmen stehen in Bezug auf Talentsuche in direktem Wettbewerb zu den grossen Firmen<sup>24</sup> und können nur mit markt- und leistungsgerechter Gesamtentschädigungen die Personen mit den nötigen Fähigkeiten und Charaktereigenschaften gewinnen und behalten.<sup>25</sup> Gerade in der Anstellungsphase sind Beteiligungsprogramme Teil des Vergütungspakets, mit „dem man rechnen“ kann. Im Widerspruch dazu steht dann oft die Haltung bei der Trennung: Nun soll für diese Vergütungselementen einen Ermessensentscheid notwendig sein.<sup>26</sup>

Vergütung orientiert sich oft an Vergleichsfirmen. Diese werden meist von Beratern (oder vom Management) nach vergleichbarer Branche, Umsatz und Anzahl Mitarbeitende ausgewählt.<sup>27</sup> Die Aufgabe des Vergütungsausschusses des Verwaltungsrats (*Compensation Committee*) ist es, die Zusammensetzung der Vergleichsgruppe und die Schlüssigkeit der gezogenen Vergleiche für die eigenen Entschädigungen zu hinterfragen.<sup>28</sup> Empfohlen wird, Unternehmen mit ungenügender Corporate Governance oder andere Ausreisser auszuschliessen.<sup>29</sup> Die Vergleichbarkeit ist oft eingeschränkt, da die meisten Zahlen von börsenkotierten Firmen stammen oder anderweitig nicht direkt vergleichbar sind.

## 3. Vergütungsmodelle müssen fair und gerecht sein

Vergütungsmodelle müssen fair und gerecht sein. In der Wirtschaftsethik werden hierfür vier spezifische Anforderungen postuliert: Leistungsgerechtigkeit, Verteilungsgerechtigkeit, Regelgerechtigkeit (gleiche Chance) und Bedürfnisgerechtigkeit.<sup>30</sup> Über das richtige Mass liefert aber auch die Wirtschaftsethik letztlich keine brauchbare Antwort.<sup>31</sup>

---

<sup>23</sup> Gloor/Schmid/Wagner, 574.

<sup>24</sup> Greiner/Julian; Pair, 26.

<sup>25</sup> Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, 17.

<sup>26</sup> Oertle, 8.

<sup>27</sup> Bond, 3.

<sup>28</sup> Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, 19.

<sup>29</sup> Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, 19.

<sup>30</sup> Daeniker/Pestalozzi, 400.

<sup>31</sup> Daeniker/Pestalozzi, 400.

Aus Fairnessgesichtspunkten ist es generell üblich geworden, dass Mitarbeitende und Investoren beim Gesamtverkauf gleichermassen behandelt werden. Entsprechend vesten alle Beteiligungsrechte bei einem Firmenverkauf vollständig (*accelerated vesting*)<sup>32</sup>; dies erlaubt es dem Mitarbeitenden, alle Optionen auszuüben und dann die Aktien (oder direkt die Optionen) im Rahmen des Gesamtverkaufs direkt an den Käufer der Firma zu übertragen.

#### 4. Vergütungsmodelle müssen nachvollziehbar sein

Das Vergütungs- und Anreizsystem sollte einfach, transparent und im Ergebnis nachvollziehbar sein<sup>33</sup>: Mitarbeitende müssen wissen, ob die Belohnung für eine Sonderleistung individuell oder firmenweit gemessen wird und ob allein ein Ermessensentscheid der Firma darüber bestimmt.<sup>34</sup> Ein transparentes System setzt messbare Ziele, die offen mitgeteilt werden. Mitarbeitenden ist ohnehin oft bekannt, wie die Entlohnung anderer Mitarbeitenden im Unternehmen aussieht.<sup>35</sup> Konkrete Zielvorgabe erzielt in der Regel eine höhere Motivationswirkung als eine rein diskretionäre Sondervergütung.<sup>36</sup> Zu vermeiden gilt es, die Kreativität durch „tick the box“ Listen zu zerstören; die Formulierung der Ziele ist deshalb sehr anspruchsvoll. Eine aktive Kommunikation mit den Mitarbeitenden ist dabei zentral.<sup>37</sup>

Die Parameter der versprochenen Beteiligung müssen klar sein: Bezieht sich die zugesagte % auf das vollverwässerte Aktienkapital? Werden Optionen oder Aktien zugeteilt und welche Rechte haben die verschiedenen Aktienkategorien? Mit welcher Verdünnung zu welchem Preis ist zu rechnen? Welcher Ausübungspreis kommt zur Anwendung? Gibt es im Exit ein beschleunigtes Vesting?<sup>38</sup>

---

<sup>32</sup> Arhelger.

<sup>33</sup> Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, 17.

<sup>34</sup> Oertle, 8.

<sup>35</sup> A Counterintuitive System for Startup Compensation, abrufbar unter <<https://review.firstrand.com/A-Counterintuitive-System-for-Startup-Compensation>>.

<sup>36</sup> Oertle, 8.

<sup>37</sup> Eyben; Kuipers et al., 27.

<sup>38</sup> Vgl. How to Negotiate your Equity Compensation in VC-Backed Startups, Mai 2012, abrufbar unter <<https://accountalent.com/how-to-negotiate-your-equity-compensation-in-vc-backed-startups/>>.

## 5. Belohnung für (vergangene) Leistung

Beteiligungsprogramme zielen darauf ab, das Entrepreneur-Denken und die Identifikation mit der Firma zu fördern.<sup>39</sup> Die Ziele sind idealerweise so formuliert, dass Mitarbeitende diese mitbeeinflussen können. Da Teamwork oft entscheidend ist, muss ein Ausgleich mit firmenweiten Zielen geschaffen werden, was notwendigerweise auf Kosten der individuellen Leistungsanreize geht.<sup>40</sup> Oft benutzt werden sogenannten KPI (*key performance indicators*), welche langfristigen Wertkriterien festlegen.<sup>41</sup>

Bei mittelgrossen und grossen Firmen kommt ein weiterer Gesichtspunkt dazu: Die höhere Vergütung für die oberste Führungsebene soll für untere Stufen den Anreiz bilden, sich ebenfalls anzustrengen, um befördert zu werden (Turniertheorie).<sup>42</sup> Umgekehrt wird auch die Ansicht vertreten, eine übermässig hohe, von der Leistung entkoppelte pekuniäre Vergütung korrumpiere die intrinsische Motivation der Mitarbeitenden.<sup>43</sup>

Ein Vergütungssystem schafft nur dann die richtigen Anreize, wenn auch negative Entwicklungen die Höhe der Vergütung direkt beeinflussen,<sup>44</sup> also keine Gefahr besteht, dass für ein Scheitern noch bezahlt werden muss.<sup>45</sup> Es darf keine signifikanten Diskrepanzen zwischen der finanziellen und nicht-finanziellen Leistung des Unternehmens und den tatsächlichen Vergütungen für Führungskräfte geben.<sup>46</sup> Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance fasst dies wie folgt zusammen:

Die Bemessung des variablen Vergütungsteils stellt auf nachvollziehbaren Kriterien ab; auch weniger leicht messbare Führungsqualitäten sollen berücksichtigt werden. Variable Vergütungen entfallen oder werden gekürzt, wenn die massgeblichen Ziele nicht erreicht werden.<sup>47</sup>

---

<sup>39</sup> Jaeger, 11.

<sup>40</sup> Kuipers et al., 21.

<sup>41</sup> Kuipers et al., 27.

<sup>42</sup> Malacrida/Spillmann, 349.

<sup>43</sup> Malacrida/Spillmann, 349 m.w.H.

<sup>44</sup> Mahler/von der Crone, 552.

<sup>45</sup> ISS (Institutional Shareholder Services), 20.

<sup>46</sup> ISS (Institutional Shareholder Services), 21.

<sup>47</sup> Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, 18.

## 6. Ausrichtung auf langfristigen Erfolg

Beteiligungsprogramme sind ein gutes Mittel, um einen starken Anreiz für langfristigen Erfolg zu setzen.<sup>48</sup> Zentral ist dabei die Beibehaltung eines angemessenen Verhältnisses zwischen Vergütung und Leistung mit Schwerpunkt auf dem langfristigen Shareholder Value.<sup>49</sup> Dabei muss den verschiedenartigen Auswirkungen einer Zuteilung von Aktien einerseits und von Optionen auf Aktien oder vergleichbare Instrumente andererseits Rechnung getragen werden,<sup>50</sup> bei Optionen ist der Hebel von Gewinn aber auch das Risiko des Totalverlusts erheblich grösser.

Beteiligungsrechte werden oft zu Beginn des Arbeitsverhältnisses abgegeben (*front-loading*) und sollen die kommenden drei bis vier Jahre abdecken. Die Vestingperiode stellt die Zeitspanne dar, während welcher der oder die Mitarbeitende eine Option verdienen bzw. „abverdienen“ muss, insbesondere indem er gewisse berufliche Ziele erfüllt (*performance-based*) oder auch indem er seinen Arbeitsvertrag nicht vor Ablauf einer bestimmten Dauer kündigt (*time-based*). Das Ende dieser Zeitspanne wird als „Vesting“ bezeichnet.<sup>51</sup> Bis zum Eintritt des Vesting gelten solche Rechte lediglich als aufschiebend bedingt zugeteilt und sind rechtlich als Anwartschaft zu qualifizieren.<sup>52</sup> Wer nur kurz beim Unternehmen verweilt, soll nicht von Beteiligungsprogrammen profitieren; dies wird meist durch eine Karenzfrist von einem Jahr (*cliff vesting*) sichergestellt.

Beteiligungsprogramme helfen auch, den Interessengegensatz zwischen Investoren und Gründern zu mildern: Beide Seiten tragen so einen Teil des Aufwands, der für den nächsten Wachstumsschritt notwendig ist.<sup>53</sup> Auch Gründer, welche weiterhin in der Firma aktiv sind, erhalten oft ein Teil ihrer Vergütung in dieser Form.

Die Ausrichtung auf den langfristigen Erfolg gelingt nicht immer: Sind Optionen nichts mehr wert, könnten aber durch ein risikobehaftetes Verhalten wieder wertvoll werden, können sie übermässiges Risikoverhalten fördern.<sup>54</sup>

---

<sup>48</sup> Bucher et al., 7.

<sup>49</sup> ISS (Institutional Shareholder Services), 20.

<sup>50</sup> Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, 18.

<sup>51</sup> Urteil des Bundesgerichts 2C\_138/2010 vom 2. Juni 2010 E. 2.2; Nötzli, 578 und 579.

<sup>52</sup> Kreisschreiben Nr. 37, Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen (2013), Ziff. 2.4; Kreisschreiben Nr. 37a, Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen bei der Arbeitgeberin (2018), Ziff. 5.1.

<sup>53</sup> Troxler, 209 f.

<sup>54</sup> Vermeulen.

## 7. Vergütungsmodelle müssen Vertrauen schaffen

Vergütungs- und Anreizsysteme müssen konstant sein. Häufige erhebliche Wechsel schaffen Unsicherheit und Ungleichheiten. Dabei ist das Vertrauen ein wichtiges Element in jeder Firmenkultur – eingegangene Versprechen sind zu halten. Auch ist es für das Arbeitsklima besser, wenn das Thema Vergütung nicht öfter als ein- oder zweimal pro Jahr in einem geordneten Prozess auf den Tisch gebracht wird.<sup>55</sup>

## 8. Beteiligungsprogramme müssen finanziert sein

Beteiligungsprogramme müssen finanziert sein. Bei virtuellen Programmen ist darauf zu achten, dass die entsprechenden Verbindlichkeiten erst dann fällig werden, wenn die Firma dies bezahlen kann (resp. beim Firmenverkauf der Käufer diese Verpflichtungen dann vom Kaufpreis abzieht). Für Aktien- und Optionenpläne müssen die entsprechenden Aktien reserviert sein, meist durch ein bedingtes Aktienkapital, manchmal auch durch eigene Aktien und selten Aktien, die von einer nahestehenden Person zur Verfügung gestellt werden. Die Limitierung der verfügbaren Aktien spricht auch gegen eine vertragliche Vereinbarung von automatischen Erhöhungen bei jeder Kapitalerhöhung (*evergreen-clause*).

## 9. Vermeidung von steuerbarem Einkommen zur Unzeit

Die Ausgestaltung von Beteiligungsprogrammen wird stark von steuerlichen Rahmenbedingungen beeinflusst.<sup>56</sup> Mitarbeitende sind in aller Regel nicht bereit, bei Zuteilung von Beteiligungsrechten Steuern zu zahlen (*dry income*).<sup>57</sup>

## 10. Beteiligungsprogramme und Exit

Beteiligungsprogramme bei Innovationsfirmen müssen immer den Exit, also den Gesamtverkauf oder Börsengang im Auge behalten. Wenn etwa ein frühe Ausübung von Optionen auf Aktien attraktiv ist, kann dies zu einem signifikanten Anstieg der Anzahl der Aktionäre führen; dies spricht für die Umsetzung eines virtuellen Optionenplans (VSOP).<sup>58</sup> Dabei ist zu beachten, dass privat gehaltene Beteiligungsrechte nur ausnahmsweise liquid sind, etwa bei einem Fir-

---

<sup>55</sup> A Counterintuitive System for Startup Compensation, abrufbar unter <<https://review.firstrand.com/A-Counterintuitive-System-for-Startup-Compensation>>.

<sup>56</sup> Neeracher/Seiler/Annasohn, 11.

<sup>57</sup> Frech; zu steuerlichen Parametern siehe Vermeulen und generell Heuberger, 167 ff.

<sup>58</sup> Prengel.



menverkauf.<sup>59</sup> Ohne mittel- oder langfristige Chance auf einen Verkauf sind Beteiligungsprogramme nicht sinnvoll. Gemildert werden kann dies durch ein Rückgaberecht (*put-option*) bei Austritt.<sup>60</sup> Dieses wiederum erfordert jedoch frei verfügbares Eigenkapital und freie Barmittel, was bei jungen Innovationsfirmen oft nicht vorhanden ist.

Beteiligungsprogramme sehen meist vor, dass bei Ausübung der Option dem Aktionärbindungsvertrag (ABV) beizutreten ist. Es stellt sich jedoch die Frage, ob dies wirklich sachgerecht ist: Viele Bestimmungen eines ABV sind im Hinblick auf die Rechte der Investoren formuliert worden und nur ein Teil der Bestimmungen, etwa die Übertragungsbeschränkungen oder das Vorgehen beim Verkauf, sind für die Mitarbeitenden relevant.<sup>61</sup> Alternativ können diese Regeln ins Reglement aufgenommen oder ein separater ABV formuliert werden.

Ein Mittel, die Anzahl Aktionäre tief zu halten, ist es, die Ausübung von Optionen mit einer Verfügungssperre (*lock-up*) zu belegen. Dies hat meist für den Mitarbeitenden keine reelle Einschränkung zur Folge, da ein Ausüben der Option schon vor dem Exit aus steuerlichen Gründen meist sehr unattraktiv ist.

## II. Vorgaben Stimmrechtsberater

Firmen, die einen Börsengang anstreben, sollten auch die Vorgaben der Stimmrechtsberater im Auge behalten.<sup>62</sup> Diese haben zum Teil detaillierte Richtlinien für aktienbasierte Vergütungen veröffentlicht. Bezüglich Grösse dürfen gemäss ISS (*Institutional Shareholder Services*) die Verpflichtungen unter allen ausstehenden Plänen 5% des ausgegebenen Aktienkapitals eines Unternehmens nicht überschreiten. Bei wachstumsstarken Unternehmen oder bei Plänen mit anspruchsvollen Leistungskriterien oder verlängertem Vesting-/Leistungszeitraum usw. kann diese Zahl bis zu 10% betragen, was immer noch tiefer ist als die 15%, welche heute bei privat gehaltenen Innovationsfirmen üblich sind.<sup>63</sup> Weiter soll die volle Unverfallbarkeit der Zuteilung mindestens drei Jahre betragen und sollte gegebenenfalls von der Erreichung von Leistungszielen abhängig gemacht werden, die über einen Zeitraum von min-

---

<sup>59</sup> Jackson, 655.

<sup>60</sup> Vgl. <<https://www.mitarbeiterbeteiligungen.ch/rueckgabepflicht-rueckgaberecht>>; von Salis, 288.

<sup>61</sup> Neeracher/Seiler/Annasohn, 13; Pair, 28.

<sup>62</sup> Eyben; kritisch dazu Paine, 4: „mechanistic evaluation of proxy advisors“.

<sup>63</sup> ISS (*Institutional Shareholder Services*), 23.

destens drei aufeinander folgenden Jahren gemessen werden.<sup>64</sup> Die Zuteilung von Aktienoptionen, erfolgsabhängige Aktienvergütungen (einschliesslich Wertsteigerungsrechte und leistungsabhängigen Aktien) und leistungsabhängige Barzahlungen an nicht geschäftsführende Verwaltungsräte ist verpönt.<sup>65</sup>

#### IV. Driving Performance: Typische Beteiligungsmodelle

In der Schweizer Rechtspraxis lassen sich eine Vielzahl von Beteiligungsmodellen beobachten. Bei den privat gehaltenen Firmen lassen sich die meisten Modelle auf drei Formen reduzieren, nämlich den Aktienplan (real oder virtuell), den Optionenplan (ebenfalls real oder virtuell) sowie das Beteiligungsmodell für Manager bei Private-Equity-finanzierten Übernahmen. Dazu gibt es noch den Sonderfall des Gründerteams vor der ersten Finanzierungsrunde.

##### 1. Aktienplan

Der Aktienplan ermöglicht es den Mitarbeitenden, Aktien des Unternehmens zu Vorzugsbedingungen, allenfalls sogar zum Nennwert oder ganz gratis zu erwerben. Oft sind diese Aktien mit einer Veräusserungssperre von zwei bis vier Jahren belegt. Denkbar ist auch, dass das Unternehmen sich ganz oder teilweise einen Rückkauf zu einem im Voraus festgesetzten (tiefen) Preis vorbehält, sollte der oder die Mitarbeitende das Unternehmen innerhalb einer bestimmten Frist (beispielsweise drei Jahre) verlassen.

##### 2. Optionenplan

Der Optionenplan, oft auch ESOP (*employee stock option program*) genannt, gibt den Mitarbeitenden das Recht, eine bestimmte Anzahl Stammaktien (häufig total um 15%) innerhalb der nächsten (oft zehn) Jahre zu einem festgelegten Ausübungspreis zu erwerben. Üblicherweise vesten Optionen über drei oder vier Jahre, meist monatlich oder quartalsweise, wobei im ersten Jahr kein Vesting erfolgt (sogenanntes *cliff-vesting*). Dieser Ausübungspreis wird maximal auf den Verkehrswert der Stammaktie im Zeitpunkt der Zuteilung festgelegt. In Unternehmen mit einer voll partizipierenden Vorzugsaktienstruktur (ein-

---

<sup>64</sup> ISS (Institutional Shareholder Services), 23; ebenso empfiehlt der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, 18 angemessene Performancekriterien und eine sinnvolle Fristenkongruenz.

<sup>65</sup> ISS (Institutional Shareholder Services), 22; ebenso Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, 18.

facher *double-dip* für Vorzugsaktien) bewerten professionelle Spezialisten in USA die Stammaktien meist auf 20-35% des für Vorzugsaktien in der letzten Runde bezahlten Preises.<sup>66</sup>

### 3. Sweet und Strip Equity bei Private-Equity Transaktion

In einer klassischen Private-Equity Transaktion wird dem Management meist angeboten, einen bestimmten Prozentsatz der Stammaktien (z.B. 5-10%) im Rahmen eines Beteiligungsprogramms zum Verkehrswert zu erwerben, wobei manchmal der Erwerbspreis von den Investoren als Darlehen zur Verfügung gestellt wird (*Sweet Equity*). Die Investitionen der Private-Equity-Investoren werden im Gegensatz dazu als *Institutional Strip* bezeichnet. Vom verkaufenden Management wird in der Regel erwartet, dass sie zwischen 20-50% des von ihnen erzielten Verkaufspreises in Anteile an der Übernahmegesellschaft umwandeln (*Strip Equity*).<sup>67</sup> Manchmal wird hierfür eine eigene Klasse von Aktien vereinbart, welche im Erlösrang hinter einem vordefinierten Minimalerlös der Private-Equity-Investoren rangiert. Wichtig ist dabei, dass die als *Strip Equity* erworbenen (und mit Teil des Kaufpreis auch wirklich bezahlten) Aktien (auch als „roll-over“ Aktien bezeichnet) beim Ausscheiden nicht gleich behandelt werden wie das *Sweet Equity*. Für das *Sweet Equity*, nicht aber für *Strip Equity*, gelten dann Rückkaufsrechte resp. -pflichten zu Verkehrswerten resp. je nach Konstellation Anschaffungskosten (*Good oder Bad Leaver*).

### 4. Sonderfall: Anpassung des Gründerteams

Für die Incentivierung des Gründerteams vor der ersten Finanzierungsrunde gelten besondere Regeln: Hier hat die Firma in aller Regel nicht die Barmittel, um marktgerechte Löhne zu bezahlen. Leistet nun eine Gründerin einen überproportionalen Beitrag, ist oft ein Ausgleich durch Umverteilung der Gründeraktien angebracht.<sup>68</sup> Ein starres Fortschreiben einer einmalig vereinbarten Allokation kann das Trittbrettfahrerproblem verschärfen, indem niemand mehr für weitere Beiträge entschädigt wird und dies für überdurchschnittliche Leistungsträger als unfair empfunden wird. Eine frühe, feste Zuteilung schafft

---

<sup>66</sup> Sogenannte 409A valuation, da Section 409A of the U.S. Internal Revenue Code eine Zusatzsteuer von 20% vorsieht, wenn der Ausübungspreis von Optionen tiefer als der Marktwert ist.

<sup>67</sup> Neeracher et al., 11.

<sup>68</sup> Nevrlka 157 ff. und 193 ff.

Klarheit, setzt aber für die Zukunft die falschen Anreize.<sup>69</sup> Aus steuerlichen Gründen wird empfohlen, eine solche Anpassung im Grundsatz vorab zu vereinbaren und mittels eines Steuerrulings bestätigen zu lassen.<sup>70</sup>

## V. Inhaltliche rechtliche Umsetzung und Fallstricke

### 1. Rechtliche Vorgaben kraft Steuerrecht<sup>71</sup>

Die Wahl des Beteiligungsinstruments wird oft aufgrund steuerlicher Gesichtspunkte getroffen. Nachfolgend werden nur zentrale steuerlichen Aspekte zusammengefasst, welche die Strukturierung des Beteiligungsprogramms markant beeinflussen.

#### a) Aktien

Bei Zuteilung oder Verkauf einer Aktie stellt die Differenz zwischen Erwerbspreis und Verkehrswert steuerbares Einkommen dar. Ist die Aktie mit einer Verfügungssperre versehen, darf vom Verkehrswert für jedes Jahr, während dem die Aktie gesperrt ist, 6% abgezogen werden. Bei börsenkotierten Unternehmen ist der Börsenkurs massgebend, während bei privat gehaltenen Firmen statt dem Verkehrswert ein nach tauglichen und anerkannten Methode ermittelter Formelwert angewandt werden kann.<sup>72</sup> Liegt für die Aktie ein Verkehrswert vor, muss sich der Arbeitgeber ein unbeschränktes Kaufrecht vorbehalten, um die Mitarbeiteraktien trotzdem zum Formelwert bewerten zu können.<sup>73</sup> Bei einer späteren Veräusserung kann ein steuerfreier Kapitalgewinn realisiert werden, sofern der Wechsel vom Formel- zum Verkehrswertprinzip erst nach Ablauf einer fünfjährigen Haltedauer erfolgt.<sup>74</sup> Dies ist jedoch gerade nicht Fall, wenn sich der Arbeitgeber ein unbeschränktes Vorkaufsrecht einräumt. Insgesamt entsteht dennoch meist steuerbares Einkommen vor Erzielung eines liquiden Erlöses (*dry income*).

---

<sup>69</sup> Kagan/Lovejoy./Leider, 7 und 30.

<sup>70</sup> Siehe <<https://www.netzwoche.ch/news/2019-11-06/zuercher-finanzdirektion-reagiert-auf-start-up-beduerfnisse>>.

<sup>71</sup> Siehe dazu eingehend Heuberger.

<sup>72</sup> Dabei kann die Berechnung des entsprechenden Werts im Zeitpunkt der Zuteilung den Regelungen gemäss dem Kreisschreiben Nr. 28 der Schweizerischen Steuerkonferenz vom 28. August 2008 (Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer) folgen.

<sup>73</sup> Kreisschreiben Nr. 37, Version vom 30. Oktober 2020, Ziff. 3.2.2.

<sup>74</sup> Kreisschreiben Nr. 37, Version vom 30. Oktober 2020, Ziff. 3.4.3.

b) *Virtuelle Aktien oder virtuelle Optionen*

Virtuelle Beteiligungsprogramme (VSOP) mit virtuellen Aktien (*restricted stock units*, kurz RSU) oder virtuellen Optionen (*stock appreciation rights*, SAR) sind rein schuldrechtliche Instrumente, deren Höhe sich am Wert einer Aktie bemisst.<sup>75</sup> Sie sind rechtlich reine Anwartschaften und führen erst bei Auszahlung zu einem steuerbaren Lohn.<sup>76</sup> Damit wird kein „dry income“ erzielt, aber es kann auch kein steuerfreier Kapitalgewinn realisiert werden.

c) *Optionen*

Bei Optionen von privat gehaltenen Firmen führt erst die Ausübung der Option (also der Erwerb der Aktie) zu steuerbarem Einkommen. Die Differenz zwischen Verkehrswert bei Ausübung und Ausübungspreis stellt dann steuerbares Einkommen dar. Die Crux dabei ist die Festlegung des Verkehrswerts: Unglücklicherweise verstehen viele kantonale Steuerverwaltungen den Wertunterschied von Stamm- und Vorzugsaktien nicht oder verschanzen sich hinter der fadenscheinigen Argumentation, wonach Aktionärbindungsverträge, welche die Übertragbarkeit der Wertpapiere beeinträchtigen, steuerlich unbeachtlich seien.<sup>77</sup> Diese Haltung ist fern von jeder ökonomischen Realität, da die Rechte der Vorzugsaktien beim Firmenverkauf oft in einem deutlich besseren Erlös pro Aktie resultieren: Der Aktionärbindungsvertrag beeinflusst somit nicht allein die Übertragbarkeit, sondern bestimmt direkt die ökonomischen Rechte. Dieses rechtliche und ökonomische Unverständnis führt wiederholt zu Friktionen zwischen den Firmen und Steuerbehörden und stellt für die Attraktivität des Innovationstandorts Schweiz ein Problem dar. Gemildert wurde dies seit Oktober 2020 etwas durch die Möglichkeit für die Aktien einen Formelwert festzulegen<sup>78</sup>. Bei einer späteren Veräusserung kann ein steuerfreier Kapitalgewinn realisiert werden, sofern der Wechsel vom Formel- zum Verkehrswertprinzip erst nach Ablauf einer fünfjährigen Haltedauer erfolgt.<sup>79</sup> Falls eine Realisation innerhalb der erwähnten fünf Jahre erfolgt, ist die Wertsteigerung auf dem Formelwert steuerfrei, ein darüber hinausgehender Gewinn ist jedoch steuerbar.

---

<sup>75</sup> Vgl. <<https://www.mitarbeiterbeteiligungen.ch/mitarbeiterbeteiligungs-arten/phantom-stocks-stock-appreciation-rights>>.

<sup>76</sup> Herren, 987.

<sup>77</sup> Analoge Anwendung von Ziff. 61 des Kreisschreibens Nr. 28 der Schweizerischen Steuerkonferenz vom 28. August 2008 (Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer).

<sup>78</sup> Zum Formelwert siehe oben Fn. 72.

<sup>79</sup> Kreisschreiben Nr. 37, Version vom 30. Oktober 2020, Ziff. 3.4.3.

#### *d) Sozialversicherungsbeiträge*

Auch die Abgaben an die Sozialversicherung können ins Gewicht fallen. Für das BVG ist in aller Regel relevant der effektiv geschuldete und bezahlte AHV-Lohn ohne gelegentlich anfallende Lohnbestandteile.<sup>80</sup> Es empfiehlt sich, im Reglement ausdrücklich Erlöse aus Beteiligungsprogrammen vom anrechenbaren Lohn auszunehmen.

Problematisch ist hier insbesondere, dass die Firma auch bei nachgelagerten Entschädigungen vollständig in der Pflicht bleibt Sozialversicherungsbeiträge zu bezahlen, so etwa bei Meilensteinzahlungen nach einem Verkauf.<sup>81</sup> Die Arbeitnehmerbeiträge kann die Firma regelmässig dem Empfänger der Zahlung überbinden, wobei für die anwendbaren Schwellen entweder das Realisierungsprinzip oder das Bestimmungsprinzip Anwendung findet.<sup>82</sup> Für die Arbeitgeberbeiträge ist für diese Frage der Aktienkaufvertrag anwendbar, ev. auch das ESOP-Reglement.<sup>83</sup>

## **2. Rechtliche Vorgaben kraft Arbeitsrecht**

Arbeitsrechtliche Vorgaben sind oft sozialpolitisch motiviert und können Beteiligungsprogramme in unerwarteter Weise beeinflussen.

#### *a) Formvorschriften*

Beteiligungsprogramme können, müssen aber nicht im Rahmen des Arbeitsvertrags vereinbart werden. Die arbeitsrechtlichen Vorgaben sind dabei an-

---

<sup>80</sup> Konrad/Lauener, 385 ff.

<sup>81</sup> Art. 14 Abs. 1 AHVG.

<sup>82</sup> Blunier/Jaccard, 357.

<sup>83</sup> Aufgrund des Grundsatzes der Beitragsparität sind vertragliche Vereinbarungen unzulässig, die es dem Arbeitgeber erlauben, vom Bruttolohn des Arbeitnehmers zusätzlich zu den Beiträgen des Arbeitnehmers die tatsächlich auf ihn entfallenden Arbeitgeberbeiträge abzuziehen (BGE 107 II 436 ff.). Ausnahmen sind bei besonderen Umständen, so z.B. bei einem in Prozenten des Umsatzes oder Absatzes ausgedrückten Lohn, sofern die Parteien die Übertragung der gesamten Steuerlast auf den Arbeitnehmer durch eine Erhöhung des geschuldeten Betrages berücksichtigt haben (vgl. BGE 107 II 436, JAR 1996, 98 E. 2a). Die nominelle Überwälzung von Sozialversicherungsbeiträgen darf zudem nicht auf missbräuchlichen oder auf Umgehung des Gesetzes gerichteten Absichten beruhen (BGE 127 III 449 f.) Die Überwälzung der Beiträge scheint aber bei Zahlungen in ungewisser Höhe möglich, sofern sie für den Arbeitnehmer transparent ist und der Arbeitgeber nachweisen kann, dass sie bei der Festsetzung der Höhe der Beteiligungsrechte in der Höhe der Zuteilung eingepreist wurde, analog dem Fall, dass der Lohn auf der Basis eines Absatz- oder Umsatzprozentsatzes festgelegt wurde (vgl. BGE 107 II 436, JAR 1996, 98 E. 2a).

wendbar, auch wenn der Arbeitsvertrag keine Bestimmung dazu enthält. Dabei kann es nützlich sein, im Arbeitsvertrag einen Änderungs- und Widerrufsvorbehalt für nicht im Arbeitsvertrag konkret zugesicherte Vergütungsbestandteile festzuhalten.<sup>84</sup>

b) *Gleichheitsgebot*

Mitarbeitende können aus dem Gleichheitsgebot ein Anrecht auf Teilnahme an einem Beteiligungsprogramm ableiten, wenn ein Grossteil der Belegschaft daran teilnehmen kann.<sup>85</sup> Entsprechend ist es kritisch, ein ESOP ohne sachliche Gründe nur auf eine Abteilung der Firma (z.B. Forschung) zu begrenzen. Auch ist ein Recht auf Teilnahme denkbar, wenn die Verweigerung derer als Geringschätzung des Mitarbeitenden eingestuft werden kann.<sup>86</sup> Im Einzelfall ist aber dieser Grundsatz kaum justiziabel und damit wenig geeignet, konkrete Rechte zu schaffen. Weiter reagieren Mitarbeitende angeblich kritischer auf eine ungleiche Behandlung bei Beteiligungsprogrammen als bei Barzahlungen.<sup>87</sup>

c) *Lohn oder Gratifikation?*

Der Lohnanteil der Vergütung wird durch das Gesetz speziell geschützt und ist etwa auch bei schlechtem Unternehmensergebnis geschuldet; eine Verlustbeteiligung des Arbeitnehmers ist im Rahmen des Lohns unzulässig.<sup>88</sup>

Variable Gehaltsanteile sind im Gesetz nur fragmentarisch geregelt, so etwa sind Kontroll- und Einsichtsrechte vorgesehen, wenn ein Anteil am Umsatz oder Geschäftsergebnis vereinbart wird.<sup>89</sup> Weiter findet sich die antiquiert wirkende Regelung der sogenannten Gratifikation: „Richtet der Arbeitgeber neben dem Lohn bei bestimmten Anlässen, wie Weihnachten oder Abschluss des Geschäftsjahres, eine Sondervergütung aus, so hat der Arbeitnehmer einen Anspruch darauf, wenn es verabredet ist.“<sup>90</sup> Diese ist, wenn so verabredet,

---

<sup>84</sup> Vgl. <<https://www.mitarbeiterbeteiligungen.ch/beteiligungsreglement/erlass-beteiligungsreglement>>.

<sup>85</sup> Pair, 29, Cardinaux, 347.

<sup>86</sup> Rudolph/Streiff/von Kaenel, 342.

<sup>87</sup> Kagan/Lovejoy./Leider, 7.

<sup>88</sup> Vgl. <<https://www.mitarbeiterbeteiligungen.ch/bemessung-mitarbeiterbeteiligung>>.

<sup>89</sup> Art. 322a und Art. 322b OR.

<sup>90</sup> 322d Abs. 1 OR.

auch geschuldet, wenn das Arbeitsverhältnis unterjährig endet. Aufgrund dieser fragmentarischen Regelung sind variable Vergütungsanteile oft Quelle von Streitigkeiten.<sup>91</sup>

Dabei sind folgende drei Fallkonstellationen zu unterscheiden:

*aa) Variable Vergütung dem Grundsatz und der Höhe nach vereinbart*

Ein transparentes System setzt konkrete messbare Ziele, die offen mitgeteilt werden. Sind diese Ziele objektiv messbar, stellen sie einen rechtlich klagbaren Anspruch auf Sondervergütung dar, d.h. qualifizieren als variabler Lohn, und zwar auch, wenn ausdrücklich als Gratifikation bezeichnet.<sup>92</sup> Wird ein zielgerichteter Bonus vereinbart, aber keine Ziele formuliert, so verletzt der Arbeitgeber eine Obliegenheit, mit der Folge, dass bei durchschnittlicher Leistung der ganze Bonus geschuldet ist.<sup>93</sup> Eine einseitige Anpassung der Ziele nach oben stellt eine Vertragsänderung dar.<sup>94</sup>

*bb) Variable Vergütung dem Grundsatz nach vereinbart, Höhe liegt im Ermessen*

Selbst wenn der Bonus unbestimmt oder objektiv nicht bestimmbar ist, besteht nach der Rechtsprechung ein Anspruch auf eine Zahlung (mit in Bezug auf die Höhe gewisser Freiheit für den Arbeitgeber), wenn der Vertrag grundsätzlich die Zahlung eines Bonus vorsieht<sup>95</sup> oder wenn regelmässig ein Bonus gezahlt wurde ohne dass im Vertrag dessen Freiwilligkeit vereinbart wurde.<sup>96</sup> Dagegen schützt dann auch nicht eine Abmachung im Arbeitsvertrag, dass Ergänzungen und Abänderungen des Vertrags der Schriftform bedürfen, da aus dem Verhalten der Parteien auf eine konkludente Vertragsänderung geschlossen wird.<sup>97</sup>

Nicht objektiv messbar sind alle Ziele, welche an die persönliche Entwicklung des Mitarbeitenden knüpfen resp. von der subjektiven Beurteilung der Leistung des Arbeitnehmers durch den Arbeitgeber abhängt.<sup>98</sup>

---

<sup>91</sup> Rudolph, 92.

<sup>92</sup> BGE 139 III 155; Oertle, 9; Rudolph/Streiff/von Kaenel, 345.

<sup>93</sup> Rudolph/Streiff/von Kaenel, 345 f.

<sup>94</sup> Lienhard, 1272.

<sup>95</sup> BGE 136 III 313, E. 2; Urteil des Bundesgerichts 4A\_513/2017 vom 5. September 2018 E. 5.3.1.

<sup>96</sup> Urteil des Bundesgerichts 4A\_280/2020 vom 3. März 2021 E.5, siehe dazu Prinz/Geel.

<sup>97</sup> Urteil des Bundesgerichts 4A\_443/2010; Arbeitsgerichts Basel-Stadt vom 23. Oktober 2017; GS 2016.11, BJM 2019 S. 273, 279.

<sup>98</sup> BGE 142 III 381 E. 2.1; BGer 4A\_513/2017 E. 5.2.2.



cc) *Variable Vergütung sowohl im Grundsatz wie auch in Höhe im Ermessen*

Wenn die Parteien sowohl das Prinzip als auch die Höhe des Bonus vertraglich nicht fest vereinbart haben und frühere Zahlungen immer unter dem Vorbehalt der Freiwilligkeit geleistet wurden, liegt die Ausrichtung des variablen Gehaltsanteils vollständig im Ermessen des Arbeitgebers. Von diesem Grundsatz gibt es nach der Rechtsprechung zwei Ausnahmen: Bei wiederholten Zahlungen einer Gratifikation über Jahrzehnte bleibt dennoch ein Anspruch bestehen, wenn der Arbeitgeber nie vom Vorbehalt Gebrauch gemacht hat, obwohl er Gründe dazu gehabt hätte, sich darauf zu berufen, wie etwa einen schlechten Geschäftsgang oder schlechte Leistungen einzelner Mitarbeiter.<sup>99</sup> Überdies darf gemäss Bundesgericht eine Gratifikation, um den Charakter einer Sondervergütung zu wahren, neben dem Lohn nur eine zweitrangige Bedeutung haben.<sup>100</sup> Dies sei dann kaum mehr der Fall, wenn die Gratifikation regelmässig einen höheren Betrag erreicht als der Lohn.<sup>101</sup> Diese Praxis basiert auf dem Gedanken, dass es dem Arbeitgeber verwehrt sein soll, die eigentliche Vergütung des Arbeitnehmers in Form einer (freiwilligen) Gratifikation auszurichten. Es ist demnach nicht zulässig, dass die Gratifikation – als freiwillige, vom Wohlwollen und Ermessen des Arbeitgebers abhängige Sondervergütung – das ausschliessliche oder hauptsächliche Entgelt des Arbeitnehmers darstellt.<sup>102</sup> Dieses Erfordernis der Akzessorietät wird von der Lehre als unzulässiger Einbruch in die Privatautonomie mehrheitlich abgelehnt.<sup>103</sup> In letzter Konsequenz müsste das Bundesgericht einen Teil der Vergütung neu als Lohn klassifizieren, also den Parteien vorschreiben, was der richtige Lohn ist.<sup>104</sup> Sobald der eigentliche Lohn jedoch ein Mass erreicht, das die wirtschaftliche Existenz des Arbeitnehmers bei Weitem gewährleistet bzw. seine Lebenshaltungskosten erheblich übersteigt, kann die Höhe der Gratifikation im Verhältnis zum Lohn kein tragbares Kriterium mehr sein, um über den Lohncharakter der Sondervergütung zu entscheiden.<sup>105</sup> Fest steht, dass wenn der Lohn den fünffachen Medianlohn übersteigt, die Lohnschutzvorschriften nicht mehr an-

---

<sup>99</sup> BGE 129 III 276 E. 2.3 auf S. 280 f.; BGer 4A\_513/2017 E. 5.3.2.; Prinz/Geel.

<sup>100</sup> BGE 139 III 155, 157.

<sup>101</sup> BGE 129 III 276 E. 2.1 auf S. 279 f.; bestätigt in BGE 139 III 155, 157.

<sup>102</sup> BGer 4A\_155/2019 vom 18. Dezember 2019, E. 6.3 m.w.H.

<sup>103</sup> Rudolph, 93 f.; Rudolph/Streiff/von Kaenel, 336 f.; Staehelin, 183 f.

<sup>104</sup> BGE 141 III 407 E. 4.3.2.; BGer 4A\_513 /2017 E. 5.4.; kritisch dazu Rudolph/Streiff/von Kaenel, 338 f.

<sup>105</sup> BGE 139 III 155, 159; Cramer, S. 110 ff.

wendbar sind.<sup>106</sup> Für tiefere Löhne ist eine Einzelfallbeurteilung vorzunehmen: Unter dem Blickwinkel der Akzessorietät kann bei niedrigen Gesamteinkommen bereits ein im Verhältnis zum Lohn geringerer Bonus den Charakter eines (variablen) Lohnbestandteils aufweisen, da bei einem niedrigen Einkommen ein kleiner Einkommensunterschied mehr Bedeutung hat als bei einem hohen Einkommen. Bei mittleren und höheren Gesamteinkommen kann ein im Verhältnis zum Lohn sehr hoher Bonus, ein gleich hoher oder ein den Lohn übersteigender Bonus, der regelmässig bezahlt wird, trotz vereinbarter Freiwilligkeit ausnahmsweise einen (variablen) Lohnbestandteil darstellen.<sup>107</sup>

*d) Folgen wenn Lohn*

Eine Qualifizierung eines Beteiligungsprogramms als Lohnbestandteil kann weitreichende Folgen haben:<sup>108</sup>

*aa) Zwingende Bestimmungen bezüglich Entstehung des Anspruchs, Bemessungsgrundlagen und Fälligkeit*

Liegt Lohn vor, darf dieser grundsätzlich nicht wegen schlechten Geschäftsgangs gekürzt werden, weil der Arbeitgeber für Lohnbestandteile das unternehmerische Risiko nicht auf die Mitarbeitenden abwälzen darf.<sup>109</sup> Hier zeigt sich die Realitätsferne der Rechtsprechung: Ist der Geschäftsgang Teil der Ziele, hängt die Höhe des variablen Lohnanteils direkt davon ab.

Für die Beteiligungsprogramme kann eine Lohnqualifikation dann heikel werden, wenn man das Vesting etwa als zu Unrecht als Verfall von Rechten und damit als unzulässiges „claw-back“ qualifiziert.<sup>110</sup> Weiter stellt sich die Frage, ob Call Options bei und andere Verpflichtungen im Aktionärbindungsvertrag zulässig sind, wenn die Beteiligungsrechte als Teil des Lohns erworben wurden.<sup>111</sup>

---

<sup>106</sup> BGE 141 III 407, E. 5.3.3; BGer 4A\_513/2017 E. 5.4; Nedi/Scherer, 143; für 2020 wären dies 60 Mal CHF 6'665.-, also CHF 399'990.-, siehe dazu <<https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/arbeit-erwerb/loehne-erwerbseinkommen-arbeitskosten.assetdetail.21224887.html>>.

<sup>107</sup> BGE 142 III 381, 383.

<sup>108</sup> BGer 4A\_155/2019 E. 4.1 m.w.H; Senti, 87 ff.

<sup>109</sup> Mahler/von der Crone, 552.

<sup>110</sup> Siehe BGer 4A\_653/2014 vom 11. August 2014, E. 6; Bartholet/Kurer, 373; Nedi/Scherer, 143; Nötzli, 579.

<sup>111</sup> Bovet, 20; Jaccard/Leis, 136 – 137; Nedi/Scherer, 145.

*bb) Minimum angemessenes Entgelt*

Mindestlöhne gibt es derzeit nur kraft kantonaler Vorschrift oder allgemeinverbindlich erklärten Gesamtarbeitsverträgen.<sup>112</sup> Wenn Lohn vom Geschäftsergebnis abhängig ist, besteht gemäss Bundesgericht ein Anrecht auf angemessenes Entgelt als unterste Grenze.<sup>113</sup> Dabei dürfte das betriebsrechtliche Existenzminimum die untere Grenze bilden.<sup>114</sup> Wenn Entrepreneure in der Aufbauphase einer Firma keinen existenzsichernden Lohn beziehen können, verstösst dies zwar gegen das Arbeitsrecht, aber dies löst sich durch das Axiom „Wo kein Kläger auch kein Richter“.

*cc) Truckverbot*

Das aus dem Fabrikgesetz ins Obligationenrecht übernommene Truckverbot will die freie Verwendung des Lohns sichern und bekämpft die ehemals verbreitete Unsitte, den Arbeitnehmer statt in Geld in Form von Waren des Arbeitgebers zu bezahlen.<sup>115</sup> Das Truckverbot findet nach der Rechtsprechung keine Anwendung, wenn der oder die Mitarbeitende als Investor zu qualifizieren ist.<sup>116</sup> Diese Konstellation ist von begrenzter Tragweite, da viele Beteiligungspläne heute vorsehen, dass die entsprechenden Rechte ohne Gegenleistung eingeräumt werden. Hier setzt der Empfänger vorab kein Kapital ein. Das Truckverbot untersagt auch nicht Naturallohn schlechthin.<sup>117</sup> Naturallohn darf aber ebenfalls nicht im alleinigen oder überwiegenden Interesse des Arbeitgebers verwendet werden.<sup>118</sup> Das Truckverbot schützt Mitarbeitende davor, etwas anderes zu erhalten als vereinbart wurde.<sup>119</sup> Die meisten Beteiligungsrechte unterliegen deshalb nicht dem Truckverbot: Deren Zuwendung ist im überwiegenden Interesse des Empfängers, da Arbeitgeber regelmässig nicht bereit wären, dieses Vergütungsanteil in bar auszuzahlen.<sup>120</sup> Vom Truckverbot erfasst und damit nichtig sind nur Fälle, bei denen sich Mitarbeitende verpflichten müssen, in Geld zugewandten Lohn zum Erwerb von Beteiligungs-

---

<sup>112</sup> Cardinaux, 341.

<sup>113</sup> Urteil des Bundesgerichts 4A\_435/2015 vom 14. Januar 2016 E. 2.1; Cardinaux, 341, Senti, 89.

<sup>114</sup> Vgl. <<https://www.mitarbeiterbeteiligungen.ch/bemessung-mitarbeiterbeteiligung>>.

<sup>115</sup> Art. 323b Abs. 3 OR.

<sup>116</sup> BGE 130 III 501; Gabus/Romer, 225; Nötzli, 578.

<sup>117</sup> BGE 131 III 615, 619 f.; BGE 130 III 19, 27; Urteile des Bundesgerichts 4C.237/2004 und 4C.239/2004 vom 1. Oktober 2004 E. 3.1; Bortolani/Scherrer, N 11 zu Art. 322 OR.

<sup>118</sup> Nötzli, 575 – 576.

<sup>119</sup> Sommer, 101.

<sup>120</sup> Staehelin, 185.

rechten zu verwenden,<sup>121</sup> oder wenn ein Arbeitgeber fixe Lohnanteile, welche üblicherweise in bar bezahlt werden, mit Beteiligungsrechte zu begleichen sucht.<sup>122</sup>

#### *dd) Fortzahlungspflicht bei Vertragsbeendigung*

Die Ausrichtung von Lohn darf nicht davon abhängig gemacht werden, dass der oder die Mitarbeitende sich bei Auszahlung in einem ungekündigten Arbeitsverhältnis befindet.<sup>123</sup> Ebenso unzulässig ist ein vorgängiger Verzicht oder eine Klausel, wonach der Arbeitnehmer Lohn ganz oder teilweise zurückerstatten muss, wenn er vor einem bestimmten Zeitpunkt kündigt.<sup>124</sup> Damit bleibt der Lohnanspruch und Anspruch auf eine im Grundsatz und der Höhe bestimmbare Sondervergütung auch bei Freistellung vollständig geschuldet.<sup>125</sup>

Ist eine Gratifikation im Grundsatz, nicht aber in der Höhe zugesichert, so ist diese bei einer Kündigung immer noch teilweise geschuldet, da sie gemäss Rechtsprechung ein Element für geleistete Dienste und ein Element des Ansporns für die Zukunft innehat.<sup>126</sup> Für den in die Zukunft gerichteten Teil muss die Kürzung in den nicht erreichten Zielen reflektiert sein. Im Gegensatz zum Lohnanspruch ist eine anderslautende Abmachung im Arbeitsvertrag allerdings grundsätzlich möglich.<sup>127</sup>

Aus dieser Rechtsprechung schliesst ein Teil der Lehre, dass der entschädigungslose Verfall von nicht gevesteten oder gesperrten Aktien oder Optionen, welche als Lohn gewährt wurden, möglicherweise nichtig ist, wenn die unter dem Mitarbeiterbeteiligungsprogramm zugeteilten Aktien oder Optionen Lohn darstellen.<sup>128</sup> Dies ist deshalb falsch, weil die Zuteilung von 100 Beteiligungsrechten mit einem jährlichen Vesting von 4 Jahren rechtlich richtigerweise eine feste Zuteilung von 25 Beteiligungsrechten für das erste Jahr und eine feste Zusage, in den darauffolgenden Jahren ebenfalls jeweils 25 Beteiligungsrechten zuzuteilen, darstellt. Anders kann die Sachlage sein, wenn

---

<sup>121</sup> Bortolani/Scherrer, N 10 zu Art. 322 OR; Pair, 29.

<sup>122</sup> Sommer, 104.

<sup>123</sup> Urteil des Bundesgerichts 4A\_115/2007 vom 13. Juli 2007 E. 4.3.1; Urteil des Bundesgerichts 4C\_395/2005 vom 1. März 2006 E. 5.2; Bortolani/Scherrer, N 10 zu Art. 322 OR; Nötzli, 576.

<sup>124</sup> BGer 4A\_158/2019 vom 26. Februar 2020 E. 5; Nötzli, 577.

<sup>125</sup> Staehelin, 347.

<sup>126</sup> Staehelin, 344; nach Basler und Zürcher Praxis ist eine Kürzung um 1/3 üblich, in Bern um 50%, während die Genfer Praxis keine Kürzung vornimmt.

<sup>127</sup> Lienhard, 1271; vgl. auch <<https://www.mitarbeiterbeteiligungen.ch/kuerzung-verweigerung-beteiligungsanspruch>>.

<sup>128</sup> Bortolani/Scherrer, N 10 zu Art. 322 OR, mit Verweis auf BGE 139 III 155.

ein Plan etwa die Wegnahme von schon gevesteten Aktien vorsieht ist, etwa dass bei Ausscheiden im dritten Jahr alle (und nicht nur 50) Beteiligungsrechte wegfallen. Solche „*bad leaver*“ Klauseln finden sich oft für eine Konstellation, bei welcher eine fristlose Kündigung aus wichtigem Grund möglich wäre,<sup>129</sup> manchmal genügt auch schon ein begründeter Anlass<sup>130</sup> oder ein Vertragsverletzung (Vertraulichkeit, Konkurrenzverbot, Abwerbeverbot etc.). Die Wegnahme von Beteiligungsrechten kann hier als umgekehrte Anwartschaft qualifiziert werden: Die dingliche Berechtigung an Aktien ist schuldrechtlich belastet und wirkt wie ein Lohnrückbehalt, welcher nur im sehr engem gesetzlichen Rahmen zulässig ist.<sup>131</sup>

Unterliegen solche Verfallsklauseln als Konventionalstrafe der richterlichen Überprüfung? Diese dürfte nur dann möglich sein, wenn die Wegnahme der Beteiligungsrechte durch eine Vertragsverletzung verursacht wird. Nur in diesem Fall liegt eine typische Vertragsstrafe vor, welche präventiv wirken soll oder den Schaden zu pauschalisieren sucht.<sup>132</sup>

#### *ee) Kürzung wegen Pflichtverletzung*

Leichte Pflichtverletzungen des Mitarbeiters können nur bei einem Vergütungselement mit Ermessenscharakter berücksichtigt werden. Bei vertraglich zugesicherten Leistungen ist eine Kürzung nur bei schweren Pflichtverletzungen möglich.<sup>133</sup>

#### *e) Kündigungsschutz*

Auch der Kündigungsschutz kann eine Rolle spielen: Wird ein Arbeitsverhältnis gekündigt um den bevorstehenden Eintritt eines Vesting von Beteiligungsrechten zu verhindern, könnte eine solche Kündigung als treuwidrig eingestuft werden.<sup>134</sup> Zu Recht wird das Argument verworfen, Vesting-Klauseln würden die Kündigungsfreiheit unzulässigerweise einschränken.<sup>135</sup> Es sind eben nicht „goldene Fesseln“, sondern künftige Anwartschaften.<sup>136</sup> Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung verletzt erst ein auf mehr als zehn Jahre

---

<sup>129</sup> Art. 337 OR.

<sup>130</sup> Art. 340c Abs. 2 OR; siehe Neeracher/Seiler/Annasohn, 12.

<sup>131</sup> Art. 323a OR; Nötzli, 573; siehe zum deutschen Recht Denga, 734.

<sup>132</sup> Ebenso zum deutschen Recht Denga, 748.

<sup>133</sup> Vgl. <<https://www.mitarbeiterbeteiligungen.ch/kuerzung-verweigerung-beteiligungsanspruch>>; sowie Malacrida/Spillmann, 352 f.

<sup>134</sup> Pair, 28.

<sup>135</sup> Vgl. <<https://www.mitarbeiterbeteiligungen.ch/vesting-klausel>>.

<sup>136</sup> Siehe auch Staehelin, 182.

abgeschlossener Arbeitsvertrag die persönliche Freiheit im Sinne von Art. 27 ZGB.<sup>137</sup> Eine Antrittsprämie (*sign-on bonus*) mit Rückzahlungsverpflichtung bei frühzeitigem Ausscheiden hingegen darf auf maximal 3 Jahre vereinbart werden.<sup>138</sup>

### f) Konkurrenzverbot

Konkurrenzverbote sind für Investoren oft wichtig, um sicherzustellen, dass Firmengeheimnisse und Know-how bei der Firma verbleiben und nicht unmittelbar nach Vertragsbeendigung in einen Konkurrenten eingebracht wird. Sie erschweren einem Manager eine alternative Beschäftigung, machen damit den Ausstieg des Managers teurer und schaffen einen Anreiz, beim Unternehmen zu verbleiben.<sup>139</sup> Konkurrenzverbote in Arbeitsverträgen unterliegen einer Reihe von Einschränkungen bezüglich Dauer, Umfang, Kreis der davon erfassbaren Personen etc.<sup>140</sup>

## 3. Rechtliche Vorgaben aus dem Gesellschaftsrecht

### a) Angemessenheit der Vergütung

Jede Einräumung von Beteiligungsrechten muss im Gesellschaftsinteresse und adäquat zur erwarteten Gegenleistung sein. Die Treue- und Sorgfaltspflicht des Verwaltungsrats verlangt insbesondere bei der Festsetzung der eigenen Vergütung ein hohes Mass an Verantwortung. Dabei steht auch gemäss Bundesgericht das langfristige Gesellschaftsinteresse im Vordergrund.<sup>141</sup> Diese Treuepflicht charakterisiert sich als Interessenwahrungspflicht und erfordert es, den Geschäftsinteressen Vorrang zu geben und eigene Interessen gegebenenfalls zurückstellen, wobei ein strenger Massstab anzulegen ist.<sup>142</sup>

Zur Angemessenheit von Vergütung des Verwaltungsrats hat das Bundesgericht schon 1960 festgehalten:

„Ainsi que le Tribunal fédéral l'a déjà exposé dans ses arrêts antérieurs, il faut donc que la rémunération fixée soit justifiée par l'activité des administrateurs. On doit examiner si le montant alloué est proportionné à leur travail, aux services qu'ils ont rendus à la société et à la situation de l'entreprise. [...] Il ne peut

---

<sup>137</sup> BGE 130 III 495, 504.

<sup>138</sup> Analog Art. 340c OR; Rudolph et al., 360.

<sup>139</sup> von Salis, 289.

<sup>140</sup> Bovet, 26.

<sup>141</sup> Urteil des Bundesgerichts 4A\_55/2017 vom 16. Juni 2017 E.5; Bertschinger, 403.

<sup>142</sup> BGer 4A\_55/2017 E. 6.3; Bertschinger, 399.

donc justifier, à lui seul, une augmentation de la rémunération des administrateurs que si la situation économique de la société s'est améliorée de façon sensible.“<sup>143</sup>

Ab 2023 droht neu bei allen ungerechtfertigten Vergütungen die Pflicht zur Rückerstattung nach Art. 678 OR. Die bisherigen Erfordernisse des offensichtlichen Missverhältnisses der Vergütung zu Gegenleistung beeinflusst durch die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft sind nicht mehr relevant.<sup>144</sup>

#### b) Zulässigkeit von Abgangsentschädigungen

Im amerikanischen Rechtsumfeld ist es üblich, die jederzeitige freie Kündigung des Arbeitsverhältnisses aus jedem beliebigen Grund und ohne Vorwarnung, solange der Grund nicht ungesetzlich ist (*at will employment*), mit einer Abgangsentschädigung von drei, sechs oder sogar zwölf Monatslöhnen zu verbinden. Im schweizerischen Umfeld sind Abgangsentschädigungen bei kotierten Firmen gesetzlich verboten; nicht als Abgangsentschädigungen gelten Vergütungen, die bis zur Beendigung der Vertragsverhältnisse geschuldet sind.<sup>145</sup> Diese gesetzliche Vorschrift strahlt auch auf privat gehaltenen Firmen durch.<sup>146</sup>

## VI. Formelle Umsetzung: Vorgehen und Verfahren

### I. Wahl von Standardlösungen

Beteiligungsprogramme sind an sich schon komplex. Der Aufwand hierfür muss verhältnismässig sein.<sup>147</sup> Sonderlösungen können solche Programme undurchschaubar und schwer verständlich machen. Die Wahl von marktüblichen Standardlösungen ist deshalb umso wichtiger, sie erleichtert die Kommunikation mit den Mitarbeitenden und reduziert die Komplexität für die nächste Finanzierungsrunde.<sup>148</sup>

---

<sup>143</sup> BGE 86 II 163; siehe dazu auch Daeniker/Pestalozzi, 397 und BGE 105 II 114, 122.

<sup>144</sup> Zum bis Ende 2022 gültigen Recht siehe BGE 140 III 602 m.w.H; Mauchle/von der Crone, 199.

<sup>145</sup> Art. 20 Ziff. 1 VegüV; Art. 735c Ziff. 1 OR, in Kraft ab 1. Januar 2023.

<sup>146</sup> Mahler/von der Crone, 547, Fn. 44.

<sup>147</sup> Frech.

<sup>148</sup> Eyben.

## 2. Interessenskonflikte

Beteiligungsprogramme müssen sorgfältig erarbeitet werden. Heikel sind insbesondere Interessenskonflikte, sei es, weil Personen über ihre eigene Vergütung entscheiden, oder weil Interessensgegensätze zwischen Aktionär und Firma bzw. zwischen verschiedenen Aktionärsgruppen bestehen.<sup>149</sup> Im Parade-fall KPT führte der Rückkauf von Aktien von Organen zu einem ungenügend belegten Preis, die Gewährung von ungesicherten Darlehen zur Finanzierung dieser Rückkäufer und separate Beraterverträge für Verwaltungsräte in klarer Verletzung der Sorgfalts- und Treuepflichten des Verwaltungsrats zu Berufs-verboden und Verurteilungen wegen ungetreuer Geschäftsführung.<sup>150</sup>

## 3. Verfahrensvorschriften kraft Gesellschaftsrecht

Die Einführung eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms wird als unübertragbare Aufgabe des Verwaltungsrates angesehen: Mindestens die grundsätzliche Ausgestaltung, der Kreis der berechtigten Personen sowie die ökonomischen Schlüsselp Parameter sind vom Verwaltungsrat festzulegen.<sup>151</sup> Beteiligungsprogramme in GmbH sind wenig sinnvoll und sehr selten.<sup>152</sup>

Dabei entspricht es gängiger Praxis, dass die Aktionäre die Kernpunkte eines Beteiligungsprogramms im Aktionärbindungsvertrag festlegen. Die Schaffung eines bedingten Aktienkapitals für Zwecke der Mitarbeiterbeteiligung ist eine weitere Möglichkeit, die qualifizierte Zustimmung der Mehrheit der Aktionäre für ein solches Programm einzuholen.<sup>153</sup>

---

<sup>149</sup> Cossin/Lu.

<sup>150</sup> Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B-19/2012 vom 10. Januar 2012 und Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B-798/2012 vom 27. November 2013; Enz, 28; für beaufsichtigte Finanzinstitute hat die FINMA im Rundschreiben 2010/1 (Vergütungssysteme - Mindeststandards für Vergütungssysteme bei Finanzinstituten) eine Reihe von Grundsätzen formuliert, welche grosse Firmen zwingend umsetzen und die anderen Firmen als Leitlinie heranzuziehen haben. Diese Grundsätze sind nicht ohne Weiteres auf alle Firmen ausdehnbar, weil im Finanzsektor die sogenannte „*prudential corporate governance*“ sichergestellt sein muss, sodass nicht Gläubiger und Staat durch übermässige Risiken zu Schaden kommen. Innovationsfirmen in nicht regulierten Bereichen dürfen (und müssen) eine grössere Risikobereitschaft haben, siehe dazu auch Bohrer, 337 ff.

<sup>151</sup> Art. 716a Ziff. 1 OR; vgl. <<https://www.mitarbeiterbeteiligungen.ch/einfuehrungs-zustaendigkeit>>; ebenso der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, 16.

<sup>152</sup> Pair, 27.

<sup>153</sup> Art. 653 OR, in der Fassung gültig ab 1. Januar 2023 fällt die Begrenzung auf Gläubiger oder Arbeitnehmer weg; siehe dazu Gericke, 111.



Nach bisherigem Recht war nicht restlos klar, ob die Generalversammlung mit oder ohne Statutenbestimmung die Vergütung von Verwaltungsrat und oder Geschäftsleitung bestimmen kann.<sup>154</sup> Ab 2023 ist Streitfrage entschieden, indem Statuten vorsehen können, dass die „say-on-pay“ Regeln, welche für börsennotierte Firmen gelten, ganz oder teilweise übernommen werden.<sup>155</sup>

Ein formelles Vergütungsreglement ist für privat gehaltene Firmen gesetzlich nicht vorgeschrieben.

#### 4. Verkauf Aktien mit Darlehen

Möglich ist auch ein Verkauf von Aktien finanziert durch ein Darlehen des Arbeitgebers. Ebenso denkbar ist eine Übertragung gekoppelt mit einer negativen Exit-Präferenz, also der Verpflichtung, im Fall des Verkaufs einen bestimmten Preis zu zahlen, was den heutigen Wert der Übertragung steuerlich neutralisieren soll.<sup>156</sup> Beide Modelle sollten deshalb nicht ohne entsprechende Steuerrulings umgesetzt werden.

#### 5. Auswirkung auf Jahresrechnung und Gewinnsteuern

Für aufgeschobene Vergütungen muss das Unternehmen im Prinzip eine Rückstellung vornehmen. Dabei würde man erwarten, dass das Unternehmen die vollen erwarteten Kosten schon bei der Entstehung gewinnmindernd erfassen.<sup>157</sup> Bei einer Rechnungslegung nach IFRS ist dieser Grundsatz anwendbar, nicht aber unbedingt bei aktienbasierter Vergütung bei einer Rechnungslegung gemäss Obligationenrecht.

Nach IFRS 2 muss die Ausgabe von Beteiligungsrechten zur Managementvergütung als Personalaufwand ausgewiesen werden. Die Höhe richtet sich nach dem Verkehrswert der Aktien oder Aktienoptionen, sodass die Bewertung der Optionen erstmalig am Tag der Einräumung (*grant date*) zum Marktwert der Option (*fair value*) erfolgt.<sup>158</sup>

Nach dem OR-Rechnungslegungsstandard wird ein Personalaufwand durch aktienbasierte Vergütung nur dann ausgelöst, wenn ein Ressourcenabfluss,

---

<sup>154</sup> Bertschinger, 395.

<sup>155</sup> Art. 732 Abs. 2 OR, in Kraft ab 1. Januar 2023; zum bisherigen Recht siehe Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, §28, N 128.

<sup>156</sup> Siehe zum deutschen Recht Frech.

<sup>157</sup> Verlangt der Rechnungslegungsstandard die Bilanzierung von zukünftigen Steuergutschriften (*deferred tax assets*), kann dies je nach Gewinnlage zu zusätzlichen Schwankungen führen; siehe Bartholet/Kurer, 352 f.

<sup>158</sup> Bartholet/Kurer, 358; Schoenborn.

eine Verbindlichkeit oder ein Buchverlust eintritt. Eigene Aktien sind als Minusposten im Eigenkapital auszuweisen<sup>159</sup> und stellen keine Aktivum dar. Werden solche Aktien an Mitarbeitende abgegeben, sind sich Steuerbehörden und EXPERTsuisse nicht einig, welche Verbuchungsarten richtig oder zulässig sind.<sup>160</sup> Bei der Zuteilung von Optionen ist die Sachlage etwas klarer: Durch die Schaffung eines bedingten Kapitals entsteht kein nennenswerter erfolgswirksamer Aufwand. Entsprechend müssen in diesem Fall abgegebenen Optionen nicht erfolgswirksam verbucht werden.<sup>161</sup>

## VII. Ausblick: Welche Reformen sind notwendig?

### I. Arbeitsrecht behindert Innovationsfirmen

Innovationsfirmen sind auf flexibles Arbeitsrecht angewiesen. Das schweizerische Arbeitsrecht muss ebenfalls helfen, den Innovationsstandort Schweiz zu fördern. Deshalb ist es wichtig, dass sich das Arbeitsrecht auf seine Kernaufgabe besinnt und darauf beschränkt, die schwache Vertragspartei zu schützen und Auswüchse zu bekämpfen.

Dabei fällt auf, dass weniger das Gesetz als vielmehr die Rechtsprechung des Bundesgerichts zu rigide ist: Die Umqualifizierung von Bonus in Lohn widerspricht dem klaren Wortlaut des Gesetzes. Die Höchstgrenze für die Anwendung der Lohnschutzvorschriften auf rund CHF 400'000.- schützt gutverdienende Personen; sozialpolitisch lässt sich diese Grenze vielleicht bei der Hälfte rechtfertigen.

Weiter sollte es arbeitsrechtlich zulässig sein, einen Bonus für die Erreichung von klaren messbaren Ziele auszurichten, ohne diesen Bonus auch während der Freistellung zahlen zu müssen. Die jetzige Rechtsprechung setzt ökonomisch den falschen Anreiz, Bonusziele so zu formulieren, dass deren Erreichung im Ermessen der Firma steht.

---

<sup>159</sup> Art. 959a Abs. 2 Ziff. 3 lit. e. OR.

<sup>160</sup> Stellungnahme EXPERTsuisse vom 1. Dezember 2017, Anhörung zum Kreisschreiben „Steuerliche Behandlung von Mitarbeiterbeteiligungen bei der Arbeitgeberin“, abrufbar unter <[https://www.expertsuisse.ch/mm/171201\\_AKS37A\\_Stellungnahme\\_EXPERTsuisse.pdf](https://www.expertsuisse.ch/mm/171201_AKS37A_Stellungnahme_EXPERTsuisse.pdf)>; Position EXPERTsuisse zum Kreisschreiben Nr. 37A der ESTV – Bedingungen für die Zulässigkeit von Verbindlichkeit und Verrechnungslibrierung vom 25. Februar 2019, abrufbar unter <[https://www.expertsuisse.ch/dynasite.cfm?dsid=519787&cmdbot=cnews\\_news\\_news\\_viewdet&id=2883&skipfurl=1](https://www.expertsuisse.ch/dynasite.cfm?dsid=519787&cmdbot=cnews_news_news_viewdet&id=2883&skipfurl=1)>; Buchmann/Haag/Loser, 263.

<sup>161</sup> Bartholet/Kurer, 363; siehe auch dazu die Materialien oben in Fn. 160.

## 2. Steuerrecht behindert Innovationsfirmen

Auch das Steuerrecht behindert Innovationsfirmen: Die steuerrechtliche Behandlung von Beteiligungsrechten ist zu rigide, komplex und steuersystematisch falsch: Wer (freiwillig oder unfreiwillig) Vergütung bei seinem Arbeitgeber als Beteiligung stehen lässt, sollte den darauf anfallenden Gewinn nicht als Einkommen versteuern müssen. Die Erleichterungen im revidierten Kreis schreiben Nr. 37, welche einen Erwerb zum Formelwert vorsehen, sind zu komplex: Die Bestimmung des Formelwerts ist arbiträr und unklar. Die Haltefrist vom fünf Jahren ist ebenfalls willkürlich, sie könnte gerade so gut drei Jahre betragen und behindert Innovationsfirmen mit schnelleren Entwicklungszyklen. Das Verfahren zur Wertfestsetzung ist unklar und die Risiken für alle Beteiligten schwer einschätzbar.

Die einfachste Lösung wäre die Nachbesteuerung beim Verkauf der Beteiligung auf jenen Teil, der bei Zuteilung als Einkommen anzusehen ist: Die Besteuerung des Verkehrswertes bei Zuteilung wird bis zur Realisierung aufgeschoben. Auf den übrigen Teil kann, wenn Mitarbeitende mit nicht-versteuertem Geld eine Investition in die Firma ihres Arbeitgebers vornehmen, eine reduzierte Kapitalauszahlungssteuer, analog einer Auszahlung aus der Pensionskasse, zur Anwendung gebracht werden. Beide Kapitalerträge sind für Mitarbeitende das Resultat einer Form des Zwangssparens und entsprechend ist es sachgerecht, hierfür die gleichen steuerlichen Regeln anzuwenden.

Alternativ wäre eine schematische und einfache Regelung nützlich, welche alle Erlöse aus Mitarbeiterbeteiligung dann als Kapitalgewinn besteuert, wenn die Beteiligung mindestens fünf Jahre gehalten wurde.

Bei jeder Anpassung muss weiterhin Folgendes gelten: Mitarbeitende, welche mit versteuertem Geld eine Beteiligung zum Verkehrswert erwerben, dürfen wie jeder andere Investor auch mit einem steuerfreien Kapitalgewinn rechnen.

## VIII. Zusammenfassung

Motivierte Mitarbeitende sind für Innovationsfirmen von zentraler Bedeutung. Vergütung ist dabei nur ein Element der Motivation. Wachstumsfirmen (*Start-ups*) können oft mehr Handlungsspielräume und Vielfältigkeit der Arbeit, Zeitautonomie, schnellere Lernprozesse und sichtbare Resultate anbieten. Bei der Vergütung ist das Delta zu konkurrierenden Grossfirmen oft wesentlich. Beteiligungsprogramme können hier einen wichtigen Beitrag leisten. Steuervorgaben beeinflussen die Struktur von Beteiligungsprogrammen fundamental. Aktien- und Optionsprogramme sind zudem auch gesellschaftsrechtlich kom-

plex reguliert und müssen zudem die strengen Vorgaben des Arbeitsrechts beachten. Dies hat Auswirkungen auf Rückfallklauseln, Vesting etc., ja sogar auf die Zuteilung von Aktien oder Optionen an sich. Ein robuster Prozess bei der Etablierung von Beteiligungsprogrammen ist dabei zentral, am besten auch mitgetragen von der Mehrheit der Aktionäre.<sup>162</sup> Bestimmungen aus dem Arbeitsrecht behindern heute schon Innovationsfirmen. Zudem müssen die komplexen Steuerregeln für Beteiligungsprogramme angepasst und vereinfacht werden, wenn die Schweiz ein attraktiver Standort für Innovationsfirmen und ihre Mitarbeitenden bleiben will.

## Literaturverzeichnis

- Arhelger Fabian, Managementbeteiligung und Unternehmensnachfolge mit Private Equity: Unternehmensbeteiligung von Führungskräften (ESOP/VSOP), Management Buy-out (MBO) und Management Buy-in (MBI), abrufbar unter <<https://www.acorfin.com/ratgeber/managementbeteiligung>>.
- Bartholet Oliver/Kurer Peter, Emerging Concepts for Deferred Compensation Plans: Accounting, Governance, Legal and Tax Challenges for a Global Financial Services Firm, A Case for Substantive Corporate Governance, in: Kramer Ernst et al. (Hrsg.), Festschrift für Peter Bockli zum 70. Geburtstag, Zürich 2006, 343 ff.
- Bertschinger Urs, Wie die Arbeit, so der Lohn – Vergütung in privaten und kotierten Gesellschaften, in: Amstutz Marc et al. (Hrsg.), SZW 2018, 393 ff.
- Bohrer Andreas, Corporate Governance in the era of „Too Big To Fail“, in: Daeniker Daniel et al. (Hrsg.), GesKR 2011, 326 ff.
- Bond Sonja, EY Präsentation zum Benchmark Vergütung Verwaltungsrat Fr. Sauter AG vom 13. Januar 2020.
- Bork William/Engelen Monika, Mitarbeitermotivation in Start-Ups, Theoretischer Rahmen und praktische Handlungsempfehlungen, Technology Arts Sciences TH Köln, abrufbar unter <[https://epb.bibl.th-koeln.de/frontdoor/deliver/index/docId/1077/file/Praxis-Paper\\_Mitarbeitermotivation\\_StartUps\\_final.pdf](https://epb.bibl.th-koeln.de/frontdoor/deliver/index/docId/1077/file/Praxis-Paper_Mitarbeitermotivation_StartUps_final.pdf)>.
- Bortolani Sergio/Scherrer Miriam, zu Art. 322 OR, in: Etter Boris/Sutter Reto/Facincani Nicolas (Hrsg.), Der Arbeitsvertrag, Der Einzelarbeitsvertrag (EAV) unter Einbezug der Art. 319-355 OR sowie Art. 361/362 OR, Bern 2021, 108 ff.
- Bovet Pierre et al., Startup – from Incorporation to Exit, Simple guide on selected topics, Kellerhals Carrard, abrufbar unter <[https://www.kellerhals-carrard.ch/docs/en/Startup\\_Desk\\_E/KC\\_Startup\\_Guide\\_en\\_2021.pdf?m=1612248342&](https://www.kellerhals-carrard.ch/docs/en/Startup_Desk_E/KC_Startup_Guide_en_2021.pdf?m=1612248342&)>.
- Blunier Simon/Jaccard Michel, Die beitragsrechtliche Behandlung variabler Vergütungen in der ersten Säule und in der Unfallversicherung, in: Gächter et al. (Hrsg.), SZS 2020, 356 ff.

---

<sup>162</sup> Bartholet/Kurer, 381 und 382.

- Bucher Angela/Cardinaux Gregory/Gloor Petra/Marques Jose/Schmid Remo/Smits Johannes, Equity compensation in high-potential companies, Mai 2017, S. 5, abrufbar unter <[https://www.pwc.ch/de/publications/2018/pwc-equity-compensation-book-let\\_p&o\\_en\\_web.pdf](https://www.pwc.ch/de/publications/2018/pwc-equity-compensation-book-let_p&o_en_web.pdf)>.
- Buchmann René/Haag Stefan/Loser Silvan, Aktienbasierte Vergütungen und Kreisschreiben Nr. 37a, Expert Focus (EF) 2019, 261– 264.
- Burchmann Seymour/Jones Blair, Is Your Executive Compensation Plan Undermining Your Mission?, Harvard Business Review, Oktober 2020, abrufbar unter <<https://hbr.org/2020/10/is-your-executive-compensation-plan-undermining-your-mission>>.
- Cardinaux Basile, Variable Vergütung im Arbeitsrecht, SZS 2020, 340 ff.
- Chamberlain Andrew, Why Do Employees Stay? A Clear Career Path and Good Pay, for Starters, Harvard Business Review, März 2018, abrufbar unter <<https://store.hbr.org/product/why-do-employees-stay-a-clear-career-path-and-good-pay-for-starters/h03i59?sku=H03I59-PDF-ENG>>.
- Cossin Didier/Lu Abraham Hongze, The four tiers of conflict of interest faced by board directors, abrufbar unter <<https://www.imd.org/research-knowledge/articles/the-four-tiers-of-conflict-of-interest-faced-by-board-directors/>>.
- Cramer Conradin, Der Bonus im Arbeitsvertrag, Bern 2007.
- Daeniker Daniel/Pestalozzi Ulrich, Gibt es „faire“ Managersaläre? Rechtliche und wirtschaftsethische Betrachtungen zu einem umstrittenen Thema, SJZ 108, 2012, Nr. 16/17, 393 ff.
- Daniels Kevin/Nielsen Karina/Ogbonaya Chidiebere, Research: How Incentive Pay Affects Employee Engagement, Satisfaction, and Trust, Harvard Business Review, März 2017, abrufbar unter <<https://hbr.org/2017/03/research-how-incentive-pay-affects-employee-engagement-satisfaction-and-trust>>.
- Denga Michael, Handelsbräuche bei Wagniskapitalfinanzierungen, ZGR 5/2021, 725 ff.
- Enz Werner, Urteilssprüche im KPT-Fall: Mehrere Rotlichter missachtet, NZZ Nr. 67 vom 21. März 2015, abrufbar unter <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/kopie-von-nz-ein-markenzeichen-geht-in-pension-ld.1614760?reduced=true>>.
- Eyben Robin, Top 10 To Dos für Startups bei Mitarbeiterbeteiligungen, abrufbar unter <<https://www.bitkom.org/Themen/Top-10-To-Dos-fuer-Startups-bei-Mitarbeiterbeteiligungen>>.
- Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- Frech Sebastian, ESOP, VSOP und andere Möglichkeiten der Mitarbeiterbeteiligung, Mai 2021, abrufbar unter <<https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/b1ee4e9c/esop-vsop-und-andere-moeglichkeiten-der-mitarbeiterbeteiligung>>.
- Gabus Pierre/Romer Sandrine, Bonus et Hauts Salaires: Liberté Contractuelle ou Protection du Travailleur?, in: Bertossa Bernard et al. (Hrsg.), SJ 2014 II, 219 ff.

- Gericke Dieter, Aktienrechtsreform und Private Equity – Relevante Neuerungen und Lücken, in: Private Equity V, Fundraising, Investition, Realisation, Reinvestition – Aktuelle Entwicklungen und Herausforderungen im Ökosystem Private Equity, EIZ – Europa Institut Zürich Band/Nr. 175, 2016, 103 ff.
- Gloor Petra/Schmid Remo/Wagner Alexander F., Variable Vergütung mit strategischer Aktienzuteilung, EXPERTsuisse (Hrsg.), EF 8/18, 572 ff.
- Greiner Michael/Julian Scott, Should You Reward Your CEO with Stock Options?, Harvard Business Review, Januar 2021, abrufbar unter <<https://hbr.org/2021/01/should-you-reward-your-ceo-with-stock-options>>.
- Helbling Christof, Mitarbeiteraktien und Mitarbeiteroptionen in der Schweiz, 2. A., Zürich 2003.
- Herren Jennifer, Besteuerung von unselbstständigem Erwerbseinkommen insbesondere von Mitarbeiterbeteiligungen im internationalen Kontext, SJZ 117/2021, 982 ff.
- Heuberger, Incentive-Strukturen aus Steuersicht, 7. Tagung Private Equity, Tagungsband 2020, Zürich 2021, 167 ff., abrufbar unter <[https://eizpublishing.ch/wp-content/uploads/2021/03/Venture-Capital-Reinvented-Markt-Recht-Steuern-V0\\_87-20210322-digital.pdf#page167](https://eizpublishing.ch/wp-content/uploads/2021/03/Venture-Capital-Reinvented-Markt-Recht-Steuern-V0_87-20210322-digital.pdf#page167)>.
- ISS (Institutional Shareholder Services), Continental Europe Proxy Voting Guidelines, 13. Dezember 2021, abrufbar unter <<https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf>>.
- Jaccard Michel/Leis Diego, Enseignements pratiques pour la réduction de conventions d'actionnaires, in: Knüsel David-André (Hrsg.), CEDIDAC Band/Nr. 99, 2017, 129 ff.
- Jackson Jr. Robert J., Private Equity and Executive Compensation, 60 UCLA Law Review, 2013, 638 ff.
- Jaeger Hans-Joachim, Economic Aspects of Granting Employee Stock Options in Switzerland, in: Bovet Grégoire (Hrsg.), Les plans d'intéressement, CEDIDAC Band/Nr. 45, 2001.
- Jazylo John V., The Executive Compensation Dilemma in Private Companies, Mai 2018, abrufbar unter <<https://lcgsearch.com/the-executive-compensation-dilemma-in-private-companies/>>.
- Kagan Evgeny/Lovejoy William S./Leider Stephen, Designing Incentives in Startup Teams: Form and Timing of Equity Contracting, Ross School of Business Working Paper Nr. 1372, Juni 2017.
- Konrad Hanspeter/Lauener Michael, Variable Vergütungen in der beruflichen Vorsorge, in: Gächter Thomas et al. (Hrsg.), SZS 2020, 384 ff.
- lienhard Andreas, Arbeitsrechtliche Herausforderungen in Krisen, AJP 2020, 1264 ff.
- Kuipers Robert W. et al., Executive Compensation & Corporate Governance Insights 2014, PWC survey.
- Mahler Bruno/von der Crone Hans Caspar, Salärgovernance und neues Aktienrecht, in: von der Crone Hans Caspar et al. (Hrsg.), SZW 2021, 541 ff.
- Malacrida Ralph/Spillman Till, Payback Time?, GesKR 4/2008, 345 ff.

- Mauchle Yves/von der Crone Hans Caspar, Die Rückerstattung von Leistungen nach Art. 678 OR, SZW 2015, 199 ff.
- Meier Schleich Philipp, Option und Optionsvertrag, Vertragsherbeiführende Optionsrechte aus schuldrechtlicher Sicht: ZStP Band/Nr. 289, 53 ff.
- Nedi Rahel/Scherer Lukas, Mitarbeiterbeteiligungen – Arbeits- und steuerrechtliche Fallstricke, TREUHAND SUISSE Schweizerischer Treuhänderverband STV (Hrsg.), TREX 2021, 142 ff.
- Neeracher Christoph/Seiler Philippe/Annasohn Raphael, Private Equity 2021, Chambers Global Practice Guides.
- Nevrlka Jana, Cofounding The Right Way: A practical guide to successful business partnerships, Zürich 2017.
- Nötzli Harry F., Deferred Bonus, in: Müller Roland A. (Hrsg.), Festschrift für Wolfgang Portmann, Zürich 2020, 569 ff.
- Oertle Matthias, Wie viel Transparenz bei Incentive Plans?, RR-VR 4/2020, 8 f.
- Pair Lara M., Mitarbeiterbeteiligungen, TREUHAND SUISSE Schweizerischer Treuhänderverband STV (Hrsg.), TREX 2020, 26 ff.
- Palepu Krishna, Präsentation Linking Strategy and Culture To Compensation Committee's Agenda, Harvard Business School.
- Prenzel Cyril, ESOPS vs. VSOPS bei Start-ups, März 2020, abrufbar unter <<https://www.ro-edl.de/themen/startup-esops-vsops-personal-mitarbeiter>>.
- Prinz Marc Ph./Geel Gian, Bonus und Freiwilligkeitsvorbehalte, 20. April 2021, abrufbar unter <<https://www.vischer.com/know-how/blog/bonus-und-freiwilligkeitsvorbehalte-39010/>>.
- Rudolph Roger, Fokus Arbeitsrecht: Neuere Entwicklungen im Bonusrecht, TREUHAND SUISSE Schweizerischer Treuhänderverband STV (Hrsg.), TREX 2011, 92 ff.
- Rudolph Roger/Streiff Ullin/von Kaenel Adrian, OR 322d, in: Arbeitsvertrag, Praxiskommentar zu Art. 319-362 OR, 7. A., Zürich/Basel/Genf 2012, 329 ff.
- Schmid Remo/Wagner, Alexander F., PwC Executive Compensation & Corporate Governance, Insights 2018, abrufbar unter <[https://www.pwc.ch/en/publications/2018/PwC\\_ExecutiveCompensation\\_18\\_Part-01.pdf](https://www.pwc.ch/en/publications/2018/PwC_ExecutiveCompensation_18_Part-01.pdf)>.
- Schoenborn Eric D., Equity Compensation at Private Firms: How to Compete for Executive Talent, Januar 2009, abrufbar unter <<https://www.shrm.org/resourcesandtools/hr-topics/compensation/pages/equitycompensationatprivatefirms.aspx#:~:text=>>.
- Senti Christoph, Variabler Lohn und Mitarbeiterbeteiligungen: Rechtsfolgen, in: Portmann Wolfgang/von Kaenel Adrian (Hrsg.), Fachhandbuch Arbeitsrecht, Expertenwissen für die Praxis, 2018, 85 ff.
- Sommer Ueli, Das Truckverbot und Mitarbeiterbeteiligungspläne, Urteilsbesprechungen 4C.237/2004 etc., ARV/DTA 2006, 100.
- Srinivasan Suraj, Current Considerations for Compensation Committees, Harvard Business School, Juli 2021.

- Srinivasan Suraj Designing Executive Compensation at Kongsberg Automotive, Harvard Business School, Juli 2021.
- Srinivasan Suraj Henkel-Driving Performance, Harvard Business School, Compensation Committee Program, 20. Juli 2021.
- Stahelin Matthias, Gesperrte Optionen – als Lohn unzulässig?, SZJ 101/2005, 181 ff.
- Troxler Tizian, Die grosse Aktienrechtsrevision im Lichte der internationalen Corporate-Governance-Debatte, in: Bommer Felix et al. (Hrsg.), recht 2018, Zeitschrift für juristische Weiterbildung und Praxis, 205 ff.
- Vermeulen Freek, Why Stock Options Are a Bad Option, Harvard Business Review, April 2009, abrufbar unter <<https://hbr.org/2009/04/why-stock-options-are-a-bad-op.html>>.
- von Salis Ulysses, Funktionen einzelner Vertragsklauseln bei Venture Capital und Private Equity Finanzierungen, in: Private Equity, Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments, Europa Institut, Zürich 2011, 269–296.



# Der Verwaltungsrat im Start-up-Unternehmen

Christian Wenger/Kevin Vangehr

## Inhalt

I.	<a href="#">Einführung</a>	114
II.	<a href="#">Das Start-up Unternehmen</a>	115
1.	<a href="#">Definition</a>	115
2.	<a href="#">Besonderheiten</a>	116
a)	<a href="#">Allgemein</a>	116
b)	<a href="#">Interessenüberlagerungen</a>	117
3.	<a href="#">Voraussetzungen für die Mandatsannahme</a>	118
a)	<a href="#">Persönliche Voraussetzungen</a>	118
b)	<a href="#">Fachliche Voraussetzungen</a>	119
III.	<a href="#">Pflichten des Verwaltungsrates</a>	120
1.	<a href="#">Generelle Pflichten</a>	120
a)	<a href="#">Einleitendes</a>	120
b)	<a href="#">Grundverpflichtung</a>	121
aa)	<a href="#">Allgemein</a>	121
bb)	<a href="#">Sorgfaltspflicht</a>	121
aaa)	<a href="#">Sorgfaltsmassstab</a>	121
bbb)	<a href="#">Anforderungen</a>	123
cc)	<a href="#">Treuepflicht</a>	124
dd)	<a href="#">Weitere Pflichten</a>	126
c)	<a href="#">Geschäftsführungspflicht</a>	126
d)	<a href="#">Oberleitung und Festlegung der Organisation</a>	127
e)	<a href="#">Finanzverantwortung</a>	128
aa)	<a href="#">Allgemein</a>	128
bb)	<a href="#">Finanzverantwortung in der finanziellen Krise</a>	130
2.	<a href="#">Besondere Pflichten bei Start-up Unternehmen</a>	133
a)	<a href="#">Einleitendes</a>	133
b)	<a href="#">Beachtung der Unternehmenstypologie</a>	133
c)	<a href="#">Stolpersteine bei Gründung und Kapitalerhöhung</a>	136
d)	<a href="#">Heikle Finanzverantwortung</a>	136
e)	<a href="#">Personalunion von Aktionariat und Exekutive</a>	137
f)	<a href="#">Selbständiges Vermögen des Start-up Unternehmens</a>	139
g)	<a href="#">Mangelnde Geschäftsführungsdelegation und Aufgabenaufteilung</a>	140
h)	<a href="#">Fehlender Sitzungsrythmus und Protokollführung</a>	141
i)	<a href="#">Fehlende Revisionsstelle</a>	142
j)	<a href="#">Beachtung des Datenschutzes</a>	143
k)	<a href="#">Steuer- und sozialversicherungsrechtliche Tücken (Exkurs)</a>	144

IV.	<a href="#">Aktienrechtliche Verantwortlichkeit der Verwaltungsräte</a>	145
1.	<a href="#">Einleitendes</a>	145
2.	<a href="#">Schaden</a>	146
3.	<a href="#">Pflichtverletzung und Business Judgement Rule</a>	147
a)	<a href="#">Pflichtverletzung</a>	147
b)	<a href="#">Business Judgement Rule</a>	147
aa)	<a href="#">Allgemein</a>	147
bb)	<a href="#">Vorliegen eines Geschäftsentscheids</a>	148
cc)	<a href="#">Hinreichende Informationsbasis</a>	148
dd)	<a href="#">Einwandfreier Entscheidungsprozess frei von Interessenkonflikten</a>	149
ee)	<a href="#">Rechtsfolge</a>	149
4.	<a href="#">Kausalzusammenhang</a>	150
5.	<a href="#">Verschulden</a>	150
V.	<a href="#">Verantwortlichkeit für öffentlich-rechtliche Forderungen und mögliche Straftatbestände (Exkurs)</a>	151
1.	<a href="#">Steuerrechtliche Forderungen</a>	151
2.	<a href="#">Sozialversicherungsrechtliche Forderungen</a>	153
3.	<a href="#">Mögliche Straftatbestände</a>	154
VI.	<a href="#">Ausgewählte Massnahmen zur Reduktion des finanziellen Haftungsrisikos</a>	155
1.	<a href="#">Informationsbeschaffung</a>	155
2.	<a href="#">Schadloshaltung und Versicherung</a>	156
3.	<a href="#">Entlastungsbeschluss und Einwilligung</a>	156
4.	<a href="#">Organisatorische Massnahmen</a>	158
5.	<a href="#">Rücktritt aus dem Verwaltungsrat</a>	158
VII.	<a href="#">Praktische Checkliste vor der Übernahme eines Verwaltungsratsmandates</a>	159
1.	<a href="#">Einleitendes</a>	159
2.	<a href="#">Technologie und Geschäftsmodell</a>	159
3.	<a href="#">Burn Rate und Kapitalbedarf</a>	160
4.	<a href="#">Qualität von Management, Verwaltungsrat und Aktionären</a>	161
5.	<a href="#">Governance und Reporting</a>	162
6.	<a href="#">Steuern und Abgaben</a>	162
7.	<a href="#">Zeitverhältnisse</a>	163
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	163

## I. Einführung

In der nachfolgenden Publikation befassen sich die Autoren mit der besonderen Rolle des Verwaltungsrates einer Schweizer Aktiengesellschaft, die ein Start-up Unternehmen in der Schweiz führt. Dazu muss in einem ersten

Schritt das Start-up Unternehmen<sup>1</sup> typologisiert und definiert werden. Gestützt darauf sind besondere Herausforderungen und Fragestellungen, die ein Start-up Unternehmen mit sich bringen kann, zu erörtern. Daraus lassen sich besondere persönliche und fachliche Anforderungen an einen Verwaltungsrat in einem Start-up Unternehmen ableiten.

Danach wird das Start-up Unternehmen in einen rechtlichen Kontext gesetzt und die Pflichten sowie die Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates werden auf der Grundlage der gesetzlichen Rahmenbedingungen und den konkreten Umständen dargelegt. Basierend darauf werden ausgewählte Massnahmen zur Reduktion des Haftungsrisikos kurz angeschnitten.

Im Sinne eines Fazits und gestützt auf den in dieser Publikation dargelegten praktischen und rechtlichen Erkenntnissen erarbeiten die Autoren zum Zwecke des Selbstschutzes vor den faktischen und rechtlichen Tücken eines Verwaltungsratsmandates eine Checkliste für die Übernahme eines Verwaltungsratsmandats. Die Checkliste beansprucht keine Vollständigkeit und soll als Leitfaden für künftige Verwaltungsräte dienen.

## II. Das Start-up Unternehmen

### I. Definition

Es existiert keine einheitliche Definition des Start-up Unternehmens, da grundsätzlich jedes neu gegründete Unternehmen als Start-up zu qualifizieren ist. Der vorliegende Artikel fokussiert sich jedoch auf eine sehr spezifische Typologie der Hightech/*High-Scale* Start-ups, deren Geschäftsmodelle auf einer skalierbaren Technologie basieren. In der Regel wird bei diesen Start-ups die Technologie aus einer Hochschule oder Fachhochschule lizenziert und kommerzialisiert. Das Spektrum der lizenzierten Technologien ist dabei uneingeschränkt. Zudem zeichnet sich das Start-up durch den klassischen Finanzierungsweg von Venture-Capital (Risikokapital) aus: Eine Gruppe von Personen gründet eine Gesellschaft (Aktiengesellschaft oder Gesellschaft mit beschränkter Haftung), die in einer ersten Phase von sogenannten *Family & Friends* oder *Business Angels* finanziert wird (*Pre Seed* oder *Seed Funding*). Die nachfolgenden Finanzierungsrunden durch professionelle Investoren werden mit den Buchstaben A, B, C etc. bezeichnet.

---

<sup>1</sup> Zur Vereinfachung umfasst der Begriff Start-up Unternehmen in dieser Publikation die Aktiengesellschaft und das durch die Aktiengesellschaft geführte Unternehmen.

## 2. Besonderheiten

### a) Allgemein

In der Regel gründen Start-up Unternehmer in der Schweiz zum ersten Mal eine Gesellschaft. Die Anzahl von erfahrenen *Serial Entrepreneurs*, die schon mehrere Unternehmen gegründet haben und auf der Basis von gemachten Erfahrungen ein Unternehmen rasch und effizient aufbauen und entwickeln können, wächst zwar stetig, ist jedoch nach wie vor bescheiden. Der Fokus der Gründer liegt auf der Entwicklung ihrer einzigartigen Technologie und aufgrund ihrer Unerfahrenheit meist weniger auf der Organisation, Administration, und Governance. In Unkenntnis der rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen wird eine Gesellschaft gegründet und ein Unternehmen aufgebaut. Ein Rechtsberater wird oft zu spät beigezogen, da die Gründer von Start-up Unternehmen rasch und pragmatisch agieren und dabei die rechtlichen Komplikationen (unbewusst) regelmässig ausser Acht lassen.

Arbeitnehmer werden oft ohne schriftliche Arbeitsverträge mit losen Versprechen für Beteiligungen an der Gesellschaft angestellt. Die Beteiligungspläne sind nicht durchdacht aufgesetzt und missachten steuerrechtliche Prinzipien. Aktien werden zugeteilt und ausgegeben, ohne dass die statutarischen Rahmenbedingungen gegeben wären. Die Gesellschaft wird mit Wandeldarlehen finanziert, auch wenn dafür kein bedingtes Aktienkapital geschaffen worden ist. Die damit verbundene potenzielle Nichtigkeit<sup>2</sup> gemäss Art. 653b Abs. 3 OR bleibt den Gründern verborgen und kommt erst im Rahmen einer späteren Finanzierungsrunde im Zuge der Due Diligence zum Vorschein. Während gewisse Versäumnisse geheilt werden können, ist dies bei anderen jedoch nicht der Fall.

Auch den Finanzen wird zu wenig Bedeutung zugemessen. In den ersten Jahren bewegen sich Start-up Unternehmen regelmässig auf einem schmalen Grat zwischen dem Weg zum Gipfel und dem steilen Abgrund. Aufgrund des für Start-up Unternehmen ungeeigneten und unglücklichen Art. 725 OR sind Verwaltungsräte zur Überlebenseicherung des Unternehmens oft gezwungen, die gesetzlichen Vorschriften zu missachten. Dies geschieht mit einem nicht unerheblichen zivilrechtlichen Haftungsrisiko<sup>3</sup> und dem strafrechtlichen Risiko bei einer Konkursverschleppung. Aufgrund der chronischen Unterkapi-

---

<sup>2</sup> Es ist insbesondere auf eine präzise Formulierung im Wandeldarlehensvertrag zu achten und sicherzustellen, dass die Option auch anderweitig bedient werden kann, vgl. Böckli, Aktienrecht, § 2 Rz. 204 und Reutter/Weber, 147 ff.

<sup>3</sup> Siehe unten, [III.1.e\)bb\)](#) und [IV](#).

alisierung der Start-up Unternehmen ist dieser Zustand zwar unvermeidbar, für den Gründer und Verwaltungsrat jedoch unbefriedigend. Alle Bestrebungen, diesen Art. 725 OR auf die spezifischen Bedürfnisse der Start-ups anzupassen, blieben (bis anhin) erfolglos. Um sich präventiv vor der aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsklage zu schützen, sollten von den Gründern und Verwaltungsräten einige Handlungsempfehlungen befolgt werden.<sup>4</sup>

Die Erfahrung zeigt, dass ein Start-up Unternehmen seine Strukturen während der Unternehmensentwicklung immer wieder ändert und anpasst. Oft wird aufgrund von Anforderungen der Investoren die Muttergesellschaft im Rahmen einer *Flip-Transaktion* ins Ausland verlegt und die Schweizer Gesellschaft zur Tochtergesellschaft mutiert. Denkbar ist auch der umgekehrte Fall, in welchem eine ausländische Tochtergesellschaft gegründet und die Schweizer Muttergesellschaft zur Holdinggesellschaft „degradiert“ wird. Aufgrund des leider sehr dehnbaren Begriffes der faktischen Liquidation ist bei solchen Umstrukturierungen höchste Vorsicht geboten.<sup>5</sup>

#### *b) Interessenüberlagerungen*

Das Start-up Unternehmen steht im Zentrum einer Vielfalt von Interessen, die normalerweise aligniert sind und synchron verlaufen. Im Zentrum steht das Interesse der Gesellschaft, sich positiv zu entwickeln und zu einem gewissen Zeitpunkt Gewinne zu erwirtschaften.<sup>6</sup> Dieses Gesellschaftsinteresse steht auch für den Verwaltungsrat als Verhaltensmaxime an oberster Stelle.<sup>7</sup> Gründer – oft auch als Arbeitnehmer – können wiederum andere Ziele verfolgen. Für sie kann zum Beispiel die Technologie sowie deren Entwicklung im Vordergrund stehen, wodurch die gesellschaftsrechtliche Hülle in den Hintergrund rückt. Der Investor wiederum verfolgt seine berechtigten wirtschaftlichen Interessen und fokussiert sich auf seine Rendite. In einem Start-up Unternehmen trägt ein Verwaltungsrat üblicherweise mehrere Hüte: den des Gründers oder des Investors sowie zusätzlich den der Gesellschaft.

Eine besonders heikle Konstellation liegt dann vor, wenn der Rechtsanwalt einer das Start-up Unternehmen beratende Anwaltskanzlei in den Verwaltungs-

---

<sup>4</sup> Vgl. hierzu Wenger/Oehri, 127 ff.

<sup>5</sup> Siehe unten, [V.1](#).

<sup>6</sup> Gericke/Waller, 303 ff.; Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 598 ff.; Gericke, 142.

<sup>7</sup> Vgl. Art. 717 Abs. 1 des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR, SR 220).

rat des Start-up Unternehmens gewählt wird.<sup>8</sup> In diesem Fall muss der Rechtsanwalt genau wissen, wer sein Auftraggeber ist und ihm Instruktionen erteilt.<sup>9</sup> Sofern der Rechtsanwalt Vertreter der Gesellschaft und des Verwaltungsrates ist, darf er aufgrund eines Interessenkonflikts keine weiteren Vertretungen wie beispielsweise von Investoren derselben Gesellschaft wahrnehmen. Vertritt der Rechtsanwalt im Verwaltungsrat hingegen zusätzlich die Interessen der Investoren, so können die Instruktionen seiner Klienten in ein Spannungsverhältnis zum Gesellschaftsinteresse gelangen. In diesem Fall kann sich der Rechtsanwalt je nach Umständen einem Haftungsrisiko aussetzen. Wichtig ist, dass sich jeder einzelne Verwaltungsrat seiner spezifischen Rolle bewusst ist und die damit verbundenen Risiken abschätzen kann.

### 3. Voraussetzungen für die Mandatsannahme

#### a) *Persönliche Voraussetzungen*

Der Verwaltungsrat eines Start-up Unternehmens sollte – wenn immer möglich – finanziell und persönlich unabhängig sein. Die finanzielle Unabhängigkeit stellt sicher, dass ein Mitglied des Verwaltungsrates jederzeit zurücktreten kann, weil er nicht auf die Entschädigung durch die Gesellschaft angewiesen ist. Dadurch wird zudem gewährleistet, dass er stets im Interesse der Gesellschaft handelt und nie eigene Partikularinteressen bei der Entscheidungsfassung im Vordergrund stehen. Der Verwaltungsrat muss unter Umständen auch gegen die Interessen der Gründer entscheiden. Komplexer wird die Situation, wenn das Mitglied des Verwaltungsrates sich auch an der Gesellschaft beteiligt. Dabei gilt es sich den latenten Interessenkonflikten bewusst zu werden. Die Interessen des Verwaltungsrates als Investor müssen nicht zwingend mit dem Gesellschaftsinteresse kongruent sein.<sup>10</sup>

Freundschaftliche oder gar familiäre Banden bergen ebenfalls besondere Gefahren in sich. Vor allem Start-up Unternehmen, die noch in ihrer Frühphase stehen, zeichnen sich durch pragmatische und familiäre Verhältnisse aus. In solchen Konstellationen werden aus Rücksicht auf die betroffenen Personen oft Kompromisse eingegangen, die nicht zwingend im Interesse der Gesellschaft liegen. Der erfolgreiche Aufbau eines Start-up Unternehmens verlangt

---

<sup>8</sup> In solchen Konstellationen müssen selbstverständlich auch die weiteren Problembereiche geprüft werden: Insbesondere das anwendbare Landesrecht sollte hier durch die Anwaltskanzlei und den Rechtsanwalt entsprechend beachtet werden.

<sup>9</sup> Vgl. Krneta, 290 ff.

<sup>10</sup> Mit einem Mitarbeiterbeteiligungsplan könnte dies jedoch entsprechend sichergestellt werden, vgl. Von der Crone, Rz. 608.

jedoch von allen Parteien eine konsequente und kompromisslose Zielverfolgung, bei der das Gesellschaftsinteresse die Verhaltensmaxime des Verwaltungsrates darstellt.<sup>11</sup>

Von besonderer Bedeutung ist natürlich die zeitliche Verfügbarkeit eines Mitglieds des Verwaltungsrates. Praktisch alle Start-up Unternehmen zeichnen sich wie dargelegt durch eine chronische Unterkapitalisierung aus. Das bedeutet mit anderen Worten, dass sich die Gesellschaft in einem fortwährenden Finanzierungsmodus befindet und der Verwaltungsrat entsprechend gefragt ist. Auch wenn fünf bis sechs Sitzungen pro Jahr vernünftig und der Situation angemessen wären, so kann sich diese Zahl ohne Weiteres verzehnfachen. Dies geschieht vornehmlich dann, wenn die operative Führung überfordert ist und der Verwaltungsrat seinen aktienrechtlichen Pflichten nachkommen muss. In diesen heiklen Phasen kann sich der Verwaltungsrat nicht zurückziehen und nur seinen Dienst nach Vorschrift erledigen. Stattdessen muss sich jeder Verwaltungsrat bewusst sein, dass ein Mandat bei einem Start-up Unternehmen ein Vielfaches des vereinbarten Engagements beinhalten kann.

Ein Verwaltungsrat eines Start-up Unternehmens braucht zudem Rückgrat und Standfestigkeit. Die vielen Unsicherheiten und Veränderungen bedingen eine flexible Geisteshaltung, Selbstbewusstsein und Mut. Die unvermeidbaren Krisen erfordern kühle Lenker, die stets einen klaren Kopf bewahren und nicht beim ersten Windstoss einbrechen. Personen, die ein geordnetes Umfeld brauchen und lieber in der geschützten Werkstatt arbeiten, verzichten lieber auf solche Mandate.

#### *b) Fachliche Voraussetzungen*

Auch wenn Start-up Unternehmen in der Anfangsphase noch klein und überschaubar sind, werden an die Mitglieder des Verwaltungsrates schon hohe Erwartungen gestellt.<sup>12</sup> Jeder Verwaltungsrat muss die Technologie der jeweiligen Start-up Unternehmen im Grundsatz sowie das damit verbundene Geschäftsmodell verstehen. Zudem ist es sicher vorteilhaft, wenn ein breites Wissen für weitere Geschäftsmodelle besteht. In der Regel wird das Geschäftsmodell in den frühen Unternehmensjahren mehrfach verworfen und weiterentwickelt. Dazu braucht es einen Verwaltungsrat, der mit den Gründern sowohl das Geschäftsmodell als auch weitere Handlungsoptionen ausarbeiten und entwickeln kann.

---

<sup>11</sup> Siehe ausführlich hierzu Lambert, et. passim.

<sup>12</sup> Vgl. Müller/Lipp/Plüss, Rz. 1.82 ff.

Handwerklich sollte ein Verwaltungsrat über gute Kenntnisse des Gesellschafts- und Arbeitsrechts sowie der steuerlichen Rahmenbedingungen in der Schweiz verfügen. Auf betriebswirtschaftlicher Seite braucht es solide buchhalterische Kenntnisse sowie ein Verständnis für *Corporate Finance*. Ein besonderes Augenmerk verdient dabei die Mechanik und Funktionsweise des Venture Marktes.

### III. Pflichten des Verwaltungsrates

#### I. Generelle Pflichten

##### a) Einleitendes

Die Aufgaben und Pflichten des Verwaltungsrates sind in Art. 716 ff. OR normiert. Die Grundverpflichtungen des Verwaltungsrates ergeben sich aus Art. 717 OR. Danach hat der Verwaltungsrat seine Aufgaben mit aller Sorgfalt zu erfüllen, die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen zu wahren und die Aktionäre unter den gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln.<sup>13</sup> Diese Bestimmung besagt daher *wie* die konkreten Aufgaben durch den Verwaltungsrat wahrzunehmen sind.

Das Gesetz weist dem Verwaltungsrat auch gewisse Aufgaben zu, die ihm zwingend zustehen.<sup>14</sup> Diese Aufgaben regeln *was* der Verwaltungsrat zu erfüllen hat.<sup>15</sup> Bei genauerer Betrachtung sind jedoch auch diese Aufgaben unpräzise formuliert, was Flexibilität aber auch Unsicherheit mit sich bringen kann. Damit haben speziell Gründer und unerfahrene Verwaltungsräte von Start-up Unternehmen oft Mühe, da ihnen eine spezifische Handlungsempfehlung fehlt. In der Anfangsphase eines Start-up Unternehmens werden die aktienrechtlichen Aufgaben und Formvorschriften daher oft als lästig betrachtet. Aber auch Start-up Unternehmen müssen die aktienrechtliche Struktur „leben“.<sup>16</sup>

---

<sup>13</sup> Siehe sogleich, [III.1.b](#)).

<sup>14</sup> Er darf diese weder an die Geschäftsleitung übertragen, noch dürfen ihm diese durch die Generalversammlung entzogen werden, siehe Art. 716a Abs. 1 OR und unten, [III.1.d](#)) ff.

<sup>15</sup> ZK OR-Bühler, Art. 717, N 5.

<sup>16</sup> Jörg, 310 m.w.H.



Die vorgenannten Aufgaben darf der Verwaltungsrat auch nicht an Dritte oder an ein einzelnes Mitglied des Verwaltungsrates übertragen.<sup>17</sup> Es ist hier jedoch festzuhalten, dass der Verwaltungsrat einzelne Mitglieder oder Dritte mit der Vorbereitung von Beschlüssen auch im Rahmen der unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben betrauen kann.<sup>18</sup> Die Verantwortung verbleibt jedoch stets beim Gesamtverwaltungsrat.<sup>19</sup> Die Unübertragbarkeit bezieht sich daher lediglich auf die Entscheidungsfindung und den Entscheid an sich.<sup>20</sup>

*b) Grundverpflichtung*

*aa) Allgemein*

Die Grundverpflichtung des Verwaltungsrates ergibt sich wie gesagt aus Art. 717 OR. Die Lehre leitet zudem noch die aktienrechtliche Schweigepflicht sowie die Pflicht zur Gewinnstrebigkeit daraus ab.<sup>21</sup> Jedes Mitglied des Verwaltungsrates hat ein individuelles Verhältnis zur Gesellschaft und muss die daraus resultierenden Pflichten persönlich erfüllen.<sup>22</sup> Daran kann auch die individuelle Ausgestaltung des Vertragsverhältnisses mit dem Verwaltungsratsmitglied nichts ändern.

*bb) Sorgfaltspflicht*

*aaa) Sorgfaltsmassstab*

Mitglieder des Verwaltungsrates müssen ihre Aufgaben<sup>23</sup> mit aller Sorgfalt erfüllen. Mit dieser unbestimmten gesetzlichen Umschreibung ist es im Einzelfall erforderlich, einen Referenzmassstab zu eruieren, um mithilfe dessen zu

---

<sup>17</sup> In der Praxis ist es jedoch zum Teil schwierig festzustellen, inwieweit es sich bei einer spezifischen Aufgabe noch um eine unübertragbare und unentziehbare Aufgabe im Sinne von Art. 716a Abs. 1 OR handelt. Nach der herrschenden Lehre ist der Katalog in Art. 716a Abs. 1 OR eher eng und nach den konkreten Umständen auszulegen, vgl. Isler/Schott, 43.

<sup>18</sup> Art. 716a Abs. 2 OR; eine solche Arbeitsteilung kann auf den individuellen Sorgfaltsmassstab und folglich auf den Verantwortlichkeitsprozess Auswirkungen haben, vgl. Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 49; siehe unten, [IV.1](#) und [VI.4](#).

<sup>19</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 30 Rz. 38; Von der Crone, Rz. 1405.

<sup>20</sup> Isler/Schott, 42; Von der Crone, Rz. 1405.

<sup>21</sup> BSK OR II-Watter/Pellanda, Art. 717, N 1.

<sup>22</sup> Vgl. Art. 68 OR; Jörg, 296; Von der Crone, Rz. 1505.

<sup>23</sup> Die Aufgaben, die der Verwaltungsrat sorgfältig erfüllen muss, können sich aus dem Gesetz, den Statuten und aus dem Organisationsreglement der Gesellschaft ergeben.

überprüfen, wann genau eine Aufgabe sorgfältig erfüllt wurde.<sup>24</sup> Klar ist jedoch, dass sich aus der Sorgfaltspflicht keine Pflicht zur Erreichung eines bestimmten Ziels ableiten lässt.<sup>25</sup> Die Verwaltungsräte schulden daher keinen Erfolg, vielmehr genügt ein sorgfältiges Tätigwerden.<sup>26</sup>

Bei der Überprüfung der Sorgfaltspflicht hat sich nach Lehre und Rechtsprechung ein objektivierter Sorgfaltsmassstab etabliert. Verlangt wird daher mindestens<sup>27</sup> die gleiche Umsicht und Vorsicht, die eine vernünftige und gewissenhafte Person aus demselben Verkehrskreis in einer vergleichbaren Situation anwenden würde.<sup>28</sup> Es genügt nicht, die Vorsicht anzuwenden, die ein Verwaltungsratsmitglied in eigenen Geschäften pflegen würde. Ebenso unbeachtlich sind subjektive Entlastungsgründe. Entscheidend ist daher, was von einer Person in der Stellung des Verwaltungsratsmitglieds vernünftigerweise erwartet werden darf. Dabei sollte ein vernünftig handelnder Verwaltungsrat aus der gleichen Unternehmenstypologie (Start-up Unternehmen) als Referenzmassstab herangezogen werden.<sup>29</sup> Ein Verwaltungsrat eines Start-up Unternehmens darf nicht *telquel* mit einem Verwaltungsrat einer kotierten Gesellschaft verglichen werden. Den konkreten Umständen ist selbstverständlich Rechnung zu tragen.<sup>30</sup> Eine entsprechende Aufgabenteilung<sup>31</sup> innerhalb des Verwaltungsrates kann daher den individuellen Sorgfaltsmassstab entsprechend beeinflussen.<sup>32</sup> Im Rahmen der Schweizer Variante der *Business Judgment Rule* wird die Sorgfaltspflicht bei Geschäftsentscheiden konkretisiert.<sup>33</sup>

Die Sorgfalt richtet sich nach dem Recht, Wissensstand und den Massstäben im Zeitpunkt der Handlung oder Unterlassung. Es hat daher eine *ex ante* Betrachtung stattzufinden.<sup>34</sup> Bekanntlich ist die wirtschaftliche Tätigkeit immer

---

<sup>24</sup> Gericke/Waller, 300; Von der Crone, Rz. 1527; ZK OR-Bühler, Art. 717, N 3.

<sup>25</sup> Gericke/Waller, 300.

<sup>26</sup> Bühler, 33; Gericke/Waller, 300.

<sup>27</sup> Hat ein Mitglied des Verwaltungsrates im Vergleich zu einer durchschnittlichen und vernünftig handelnden Person erhöhte Fachkenntnisse, so ist ein erhöhter Massstab anzuwenden, vgl. BSK OR II-Watter/Pellanda, Art. 717, N 5; kritisch sieht dies Von der Crone, Rz. 1527.

<sup>28</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 575; BSK OR II-Watter/Pellanda, Art. 717, N 5; Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 45.

<sup>29</sup> Vgl. Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 46.

<sup>30</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz. 22; Gericke/Waller, 300; Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 46; ZK OR-Bühler, Art. 717, N 55.

<sup>31</sup> Siehe unten, [VI.4.](#)

<sup>32</sup> Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 48 f.; ZK OR-Bühler, Art. 717, N 56.

<sup>33</sup> Siehe unten, [IV.3.b\).](#)

<sup>34</sup> BGE 139 III 24 E. 3.2 S. 26; Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 46.

auch mit gewissen Risiken verbunden, weshalb das Eingehen von Risiken unvermeidbar und in gewissen Situationen sogar erforderlich ist. Dieses Verhalten darf daher nicht mit einer unsorgfältigen Tätigkeit gleichgestellt werden.<sup>35</sup>

### bbb) Anforderungen

Die Sorgfaltspflicht des Verwaltungsrates beginnt bereits bei der Mandatsannahme: Wer ein Mandat übernimmt und nicht über die erforderlichen Fähigkeiten, Sachkenntnisse oder Zeit verfügt, handelt unter Umständen unsorgfältig.<sup>36</sup> Sach- oder Zeitmangel stellen grundsätzlich nie einen Entlastungsgrund dar.<sup>37</sup> Es ist daher von entscheidender Bedeutung, dass sich jede Person vor der Mandatsannahme mit den Besonderheiten eines Start-up Unternehmens auseinandersetzt.<sup>38</sup> Wenn ein Mitglied des Verwaltungsrates während der Mandatsausübung bemerkt, dass es nicht über die erforderlichen Fachkenntnisse verfügt, sollte es sich diese entsprechend aneignen und/oder die notwendigen Fachspezialisten beiziehen. Als *ultima ratio* bleibt nur noch die Niederlegung des Mandats. Ein Mitglied des Verwaltungsrates kann jederzeit aus dem Verwaltungsrat zurücktreten. Es sollte jedoch vermieden werden, zu Unzeiten aus dem Verwaltungsrat zurückzutreten.<sup>39</sup> Das Verwaltungsratsmitglied sollte daher beachten, dass der Gesellschaft durch den Rücktritt kein Schaden erwächst.<sup>40</sup> Ein solcher Rücktritt würde als Pflichtverletzung qualifiziert werden, da die Treuepflicht und somit die Interessenwahrungspflicht auch bei der Mandatsniederlegung zur Anwendung kommen.

Der Verwaltungsrat ist dazu verpflichtet, tätig zu werden und diejenigen Aufgaben zu erfüllen, die das Gesetz ihm zuweist.<sup>41</sup> Unbewusstes oder unbegründetes passives Verhalten ist grundsätzlich nie pflichtgemäss. Eine Haftung erfolgt indes auch meistens aufgrund eines passiven Verhaltens, wonach der Verwaltungsrat eine nach den Umständen erforderliche Handlung unterlässt.<sup>42</sup>

---

<sup>35</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 580; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz. 24; Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 45 f.

<sup>36</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 564; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz. 2 und 19; Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.538 ff.

<sup>37</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 566.

<sup>38</sup> Siehe oben, [II.2.](#)

<sup>39</sup> Vgl. Art. 404 Abs. 2 OR aus dem Auftragsrecht.

<sup>40</sup> Vgl. Jörg, 325 mit weiteren Empfehlungen.

<sup>41</sup> Jörg, 293.

<sup>42</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 567.

Es ist eine der wichtigsten Pflichten des Verwaltungsratsmitglieds, an den Verwaltungsratssitzungen teilzunehmen und an der Willensbildung entsprechend mitzuwirken.<sup>43</sup>

### cc) *Treuepflicht*

Positiv gesprochen müssen die Mitglieder des Verwaltungsrates die Interessen der Gesellschaft in guten Treuen wahren.<sup>44</sup> Neben dem mittel- und langfristigen Gesellschaftsinteresse ist auch die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswerts massgebend.<sup>45</sup> Der Verwaltungsrat sollte daher nur Geschäfte tätigen, von deren Nutzen für den Unternehmenswert er in guten Treuen überzeugt ist.<sup>46</sup> Dabei geht es eigentlich um einen Optimierungsprozess zwischen Minimierung von Verlust und Maximierung von Gewinn.<sup>47</sup>

Die Mitglieder des Verwaltungsrates müssen insbesondere alles unterlassen, was der Gesellschaft schaden könnte.<sup>48</sup> Die eigenen Interessen, die individuellen Aktionärsinteressen sowie die Interessen Dritter sind stets hinter die Interessen der Gesellschaft zu stellen, sofern diese nicht parallel verlaufen.<sup>49</sup> Das Bundesgericht hat in einem Leitentscheid festgehalten, dass bei dieser Thematik strenge Massstäbe anzulegen sind.<sup>50</sup>

Ein Interessenkonflikt liegt vor, wenn der Handelnde (Mitglied des Verwaltungsrates) zur Wahrung der Interessen Dritter (die Aktiengesellschaft) verpflichtet ist und gleichzeitig eigene, gegenläufige Interessen hat.<sup>51</sup> Eine blossse Interessenberührung genügt jedoch nicht, um einen Interessenkonflikt darzustellen.<sup>52</sup> Es muss vielmehr eine Interessenkollision vorliegen, damit von einem Interessenkonflikt gesprochen werden kann.<sup>53</sup>

---

<sup>43</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz. 17; Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.539.

<sup>44</sup> Art. 717 Abs.1 OR; zum Begriff Gesellschaftsinteresse und Theorienstreit siehe BSK OR II-Watter/Pellanda, Art 717, N 1a und 16 und ZK OR-Bühler, Art. 717, N 113 ff.

<sup>45</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 598; Sethe, Interessenkonflikt, 377; Watter/Spillmann, 105 f.; Gericke, 142.

<sup>46</sup> Watter/Spillmann, 105.

<sup>47</sup> Vgl. Gericke/Waller, 305.

<sup>48</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz. 25.

<sup>49</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 600.

<sup>50</sup> BGE 113 II 57 E. 3a S. 56 f.

<sup>51</sup> Sethe, Interessenkonflikt, 376; es ist zu beachten, dass im Rahmen eines Verantwortlichkeitsprozesses der Interessenkonflikt nachweislich zu einem Schaden geführt haben muss, vgl. Sethe, Interessenkonflikt, 376 Fn. 5.

<sup>52</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 635.

<sup>53</sup> Sethe, Interessenkonflikt, 376; Von der Crone, Rz. 1509.

Mitglieder des Verwaltungsrates sollten stets versuchen, Interessenkonflikte zu vermeiden. Die schnelllebigkeit und komplexe wirtschaftliche Realität lässt dies jedoch vielfach nicht zu.<sup>54</sup> Wie dargelegt, bestehen insbesondere bei Start-up Unternehmen diverse Interessenüberlagerungen.<sup>55</sup> Wenn ein Interessenkonflikt auftritt, dann sollte das betroffene Mitglied des Verwaltungsrates die erforderliche Transparenz herstellen und mittels geeigneten Massnahmen sicherstellen, dass die Interessen der Gesellschaft gebührend berücksichtigt werden können.<sup>56</sup> Die Offenlegung sollte so früh wie möglich erfolgen, also bereits bei einer Interessenberührung.<sup>57</sup> Als letztes Mittel sollte das betroffene Mitglied des Verwaltungsrates in den Ausstand treten.<sup>58</sup> Es ist jedoch im Einzelfall zu prüfen, inwieweit sich das betroffene Mitglied auch bei der Beratung über den Beschlussgegenstand zurückhalten soll. Unter Umständen entspricht es eher dem Gesellschaftsinteresse, dass das betroffene Verwaltungsratsmitglied an der Sitzung aktiv teilnimmt.<sup>59</sup> Das betroffene Mitglied muss dabei beachten, dass das Bundesgericht in einem Entscheid von einer Pflichtverletzung ausgegangen ist, als ein Mitglied in den Ausstand trat, obwohl es Kenntnis davon hatte, dass ein bestimmtes Geschäft die Gesellschaft schädigte.<sup>60</sup> Das betroffene Mitglied hätte gemäss Bundesgericht im vorliegenden Fall eine aktive Rolle einnehmen müssen, da ein solches passives Verhalten offensichtlich nicht im Interesse der Gesellschaft liegt. In der Praxis wird oft eine doppelte Abstimmung durchgeführt: Einmal mit und einmal ohne das betroffene Mitglied. Weitere Massnahmen, um einen Interessenkonflikt zu vermeiden, sind die Bildung eines Ausschusses oder das Einholen einer *Fairness Opinion*.<sup>61</sup>

Die bevorstehende Aktienrechtsrevision wird einen neuen Art. 717a revOR mit sich bringen, wonach die Mitglieder des Verwaltungsrates den Gesamtverwaltungsrat unverzüglich und vollständig über die sie betreffenden Interessenkonflikte informieren müssen. Der Verwaltungsrat muss dann die notwendi-

---

<sup>54</sup> Lazopoulos, 140.

<sup>55</sup> Siehe oben, [II.2.b](#).

<sup>56</sup> Sethe, Interessenkonflikt, 384; Urteil des Bundesgerichts 4A\_462/2009 vom 16. März 2010 E. 6.3.

<sup>57</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 635.

<sup>58</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 643; Sethe, Interessenkonflikt, 385; bei einem permanenten Interessenkonflikt wird als *ultima ratio* jedoch der Rücktritt aus dem Verwaltungsrat verlangt, Lazopoulos, 147.

<sup>59</sup> Lazopoulos, 145.

<sup>60</sup> BGer 4A\_462/2009 E. 6.3.

<sup>61</sup> Sethe, Interessenkonflikt, 386; Von der Crone, Rz. 1512 ff.

gen Massnahmen treffen, um die Interessen der Gesellschaft zu wahren.<sup>62</sup> Der Verwaltungsrat ist hier gut beraten, die entsprechenden Massnahmen hinreichend zu protokollieren.

#### *dd) Weitere Pflichten*

Der Verwaltungsrat muss zudem die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich behandeln.<sup>63</sup> Dies hat er beispielsweise bei der Kommunikation und beim Bezugsrechtsausschluss sicherzustellen. Zudem darf er Aktionäre nicht in unsachlicher Weise bevorzugen, die gleichzeitig auch Mitglieder des Verwaltungsrates sind.<sup>64</sup> Der Verwaltungsrat eines Start-up Unternehmens sollte sich insbesondere davor hüten, den Hauptinvestor ohne sachliche Gründe zu bevorzugen.<sup>65</sup> Dies ist sicherlich spätestens dann problematisch, wenn dies nicht (mehr) im Gesellschaftsinteresse liegt.

Zu den weiteren ungeschriebenen Pflichten des Verwaltungsrates gehören die Gebote der Sachlichkeit und der schonenden Rechtsausübung, wenn Aktionärsrechte eingeschränkt werden.<sup>66</sup> Der Vollständigkeit halber ist hier noch auf das Konkurrenzverbot und auf die Geheimhaltungspflicht des Verwaltungsrates hinzuweisen, die beide aus der Treuepflicht abgeleitet werden.<sup>67</sup>

#### *c) Geschäftsführungspflicht*

Nach dispositivem Gesetzesrecht steht die Geschäftsführung allen Mitgliedern des Verwaltungsrates gesamthaft zu, wenn diese nicht oder nicht gültig an einzelne Mitglieder des Verwaltungsrates und/oder Dritte übertragen wurde.<sup>68</sup> Der Verwaltungsrat hat jedoch die Möglichkeit, die Geschäftsführung zu übertragen. Nach einer ordnungsgemässen Übertragung der Geschäftsführung verbleibt dem Verwaltungsrat weiterhin noch die Pflicht, die entsprechenden Mitglieder der Geschäftsleitung sorgfältig auszuwählen, zu in-

---

<sup>62</sup> Vgl. Art. 717a Abs. 2 revOR; zu den möglichen Massnahmen vgl. Von der Crone, Rz. 1511 ff.

<sup>63</sup> Art. 717 Abs. 2 OR.

<sup>64</sup> Für weitere typische Situationen vgl. Jörg, 304.

<sup>65</sup> Jörg, 307.

<sup>66</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 30 Rz. 20.

<sup>67</sup> Jörg, 302 f.

<sup>68</sup> Art. 716 Abs. 2 OR und Art. 716b Abs. 3 OR; eine gültige Delegation liegt zusammenfassend dann vor, wenn eine Ermächtigung in den Statuten und ein hinreichend konkreter Delegationsbeschluss des Verwaltungsrates vorliegen und keine unübertragbaren Aufgaben betroffen sind, vgl. Isler/Schott, 35 ff. Durch die Aktienrechtsrevision wird Art. 716b Abs. 1 revOR regeln, dass der Verwaltungsrat nach dispositivem Gesetzesrecht zur Delegation ermächtigt ist. Eine explizite statutarische Ermächtigung wird nicht mehr erforderlich sein.

struieren und zu überwachen. Die befugte Delegation der Geschäftsführung kann ein wirkungsvolles Instrument sein, um das Haftungsrisiko des Verwaltungsrates im Umfang der Delegation beim operativen Geschäft einzuschränken. Nach einer gültigen Delegation verbleiben beim Verwaltungsrat noch die wesentlichen strategischen Entscheidungen und die Überwachung der Geschäftsleitung.<sup>69</sup> Die Delegation wird aber auch als Teil der sorgfältigen Pflichterfüllung verstanden. Wird eine erforderliche Delegation unterlassen, kann dies eine Sorgfaltspflichtverletzung darstellen.<sup>70</sup>

In der Anfangsphase eines Start-up Unternehmens ist die Geschäftsführung jedoch selten delegiert. Grund dafür ist zum Teil mangelnde Kenntnis einer möglichen Delegation oder vielfach eine ungültige Delegation.<sup>71</sup>

#### *d) Oberleitung und Festlegung der Organisation*

Der Verwaltungsrat ist für die Oberleitung und Organisation der Gesellschaft zwingend verantwortlich.<sup>72</sup> Den Verwaltungsrat trifft daher eine Gestaltungspflicht und er hat die Grundstrukturen der Gesellschaft festzulegen.<sup>73</sup> Es handelt sich dabei nicht um einen statischen Prozess, sondern vielmehr muss der Verwaltungsrat immer wieder prüfen, ob die Organisation an veränderte Verhältnisse anzupassen ist.<sup>74</sup> Dies ist speziell bei dynamischen Start-up Unternehmen eine Krux.

Die Gestaltungspflicht beinhaltet unter anderem die Festlegung der Strategie zur Erreichung der definierten Ziele, die Allokation der dafür erforderlichen Mittel, sowie die Kontrolle (der Geschäftsleitung bei) der Umsetzung dieser Strategie.<sup>75</sup> Der Verwaltungsrat muss hierfür die Chancen und Risiken im Unternehmensumfeld sowie die Stärken und Schwächen innerhalb des Unternehmens analysieren.<sup>76</sup>

Als Architekt der unternehmerischen Organisationsstruktur muss der Verwaltungsrat den Aufbau und die Abläufe im Unternehmen in groben Zügen festlegen.<sup>77</sup> Es genügt daher nicht, wenn der Verwaltungsrat individuelle Aufgaben

---

<sup>69</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.16.

<sup>70</sup> Isler/Schott, 34.

<sup>71</sup> Siehe unten, [III.2.g](#)).

<sup>72</sup> Art. 716a Ziff. 1 und 2 OR; Von der Crone, Rz. 1407 ff.

<sup>73</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 30 Rz. 33.

<sup>74</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.75; Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 336.

<sup>75</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 30 Rz. 31; Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 306; Von der Crone, Rz. 1409.

<sup>76</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.28.

<sup>77</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 319; Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.74 ff.

sorgfältig erfüllt. Er muss gesamthaft sicherstellen, dass die Organisation der Gesellschaft entsprechend den Bedürfnissen des Unternehmens ausgestaltet wird und angemessen ist.

Im Rahmen seiner Oberleitungs- und Organisationspflicht hat der Verwaltungsrat auch stets zu prüfen, ob eine Delegation der Geschäftsführung aufgrund der betrieblichen Notwendigkeit erforderlich ist.<sup>78</sup> Wenn ein Mitglied der Geschäftsleitung eine grobe Pflichtverletzung begeht, kann die Abberufung dieses Mitglieds zu einer Pflicht des Verwaltungsrates werden.<sup>79</sup> Der Verwaltungsrat muss im Rahmen der Oberleitung auch sicherstellen, dass die Mitglieder der Geschäftsleitung keine strafbaren Handlungen tätigen. Unterlässt der Verwaltungsrat dies, kann er selbst zur Verantwortlichkeit gezogen werden.<sup>80</sup>

e) *Finanzverantwortung*

aa) *Allgemein*

Die Finanzverantwortung obliegt ebenfalls zwingend dem Verwaltungsrat.<sup>81</sup> Das Gesetz erwähnt explizit die Ausgestaltung des Rechnungswesens, die Finanzplanung sowie die Finanzkontrolle.

Ausgerichtet an den Bedürfnissen der Gesellschaft hat der Verwaltungsrat die entsprechenden Standards für die Rechnungslegung festzulegen.<sup>82</sup> Damit der Verwaltungsrat die Oberleitung des Unternehmens pflichtgemäss wahrnehmen kann, muss er über zuverlässige Informationen zur wirtschaftlichen Lage des Unternehmens verfügen.<sup>83</sup> Es ist daher schlussendlich die Aufgabe des Verwaltungsrates, die Ausgestaltung des Rechnungswesens so festzulegen, dass es für ihn als nützliches Führungsinstrument dient. Ein Start-up Unternehmen wird sich meistens auf die zwingend vorgeschriebene Finanzbuchhaltung nach Art. 957 ff. OR beschränken. Der Verwaltungsrat muss aufgrund seiner diesbezüglichen Verantwortlichkeit sicherstellen, dass bei der Rechnungslegung die entsprechenden gesetzlichen Vorschriften befolgt werden.<sup>84</sup>

---

<sup>78</sup> Siehe oben, [III.1.c\)](#).

<sup>79</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.104.

<sup>80</sup> Siehe unten, [V.3](#).

<sup>81</sup> Art. 716 Ziff. 3 OR.

<sup>82</sup> Jörg, 311.

<sup>83</sup> Böckli, Rechnungslegung, Rz. 9 f.

<sup>84</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 344.



Im Rahmen der Finanzplanung muss der Verwaltungsrat dafür besorgt sein, dass die Gesellschaft über die nötigen Mittel verfügt, um die geplante Tätigkeit auszuüben.<sup>85</sup> Er muss daher sicherstellen, dass der Gesellschaft insbesondere die erforderlichen flüssigen Mittel zur Verfügung stehen, damit sie ihre Verbindlichkeiten fristgerecht begleichen kann.<sup>86</sup> Die Sicherstellung des finanziellen Gleichgewichts wird als Kernaufgabe des Verwaltungsrates verstanden. Er ist daher gut beraten, Budgets und eine Liquiditätsplanung zu erstellen, was besonders für Start-up Unternehmen wichtig ist.<sup>87</sup>

Der Verwaltungsrat muss stets über die finanzielle Lage der Gesellschaft im Bilde sein. Er hat daher die Finanzkontrolle auszuüben. Besondere Wichtigkeit kommt der Überwachung der Liquidität und der Eigenkapitalausstattung zu.<sup>88</sup> Der Verwaltungsrat muss die Finanzkontrolle so ausgestalten, dass er eine finanzielle Krise frühzeitig erkennen und entsprechend handeln kann.<sup>89</sup> Die Überwachung der Zahlungsfähigkeit wird im Rahmen der Aktienrevision neu explizit in Art. 725 revOR geregelt.<sup>90</sup> Diese Pflicht wird nach geltendem Recht bereits aus Art. 716a Ziff. 3 OR abgeleitet. Die Botschaft zur Aktienrechtsrevision hält fest, dass der Verwaltungsrat die Entwicklung der Zahlungsfähigkeit stets im Auge behalten muss.<sup>91</sup> Vom Verwaltungsrat wird die kontinuierliche Überwachung der Liquidität der Gesellschaft verlangt, damit er die Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft entsprechend im Griff hat.<sup>92</sup>

Für die einzelnen Mitglieder des Verwaltungsrates bedeutet die Finanzverantwortung insbesondere, dass sie grundlegende Kenntnisse in finanziellen Fragestellungen haben, die Kapitalausstattung und Liquidität der Gesellschaft stets im Auge behalten und sicherstellen müssen, dass keine Klumpenrisiken entstehen und bei Geschäften der Gesellschaft diese eine entsprechende Gegenleistung erhält bzw. Geschäfte zu Drittkonditionen getätigt werden.<sup>93</sup> Dies ist insbesondere bei Start-up Unternehmen zu prüfen, da hier oft enge personelle Verflechtungen sowie Klumpenrisiken vorliegen.<sup>94</sup>

---

<sup>85</sup> Von der Crone, Rz. 1414.

<sup>86</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 30 Rz. 42; BGE 113 II 57 E. 3a S. 56 f.

<sup>87</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 354.

<sup>88</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.131.

<sup>89</sup> Glanzmann, 271; Von der Crone, Rz. 1992; siehe sogleich, [III.1.e\)bb](#)).

<sup>90</sup> Botschaft des Bundesrates vom 23. November 2016 über die Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), BBl 2016, 399 ff., 573.

<sup>91</sup> BBl 2016, 463.

<sup>92</sup> BBl 2016, 463 und 574; Milani/Schürch, 522.

<sup>93</sup> Jörg, 312.

<sup>94</sup> Siehe unten, [III.2.e](#)).

Eng verbunden mit der Finanzverantwortung ist auch die Verpflichtung der Mitglieder des Verwaltungsrates, die Erfüllung der öffentlich-rechtlichen Verbindlichkeiten zu überprüfen und deren vollständige und fristgerechte Begleichung sicherzustellen.<sup>95</sup>

#### *bb) Finanzverantwortung in der finanziellen Krise*

In prekären finanziellen Verhältnissen kommt der Finanzverantwortung des Verwaltungsrates eine zentrale Rolle zu. Art. 725 f. OR regeln die Pflichten des Verwaltungsrates bei einer finanziellen Krise der Gesellschaft. Auf diese Pflichten wird nachfolgend eingegangen. In der finanziellen Krise ist die potentielle Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates verschärft. Der Verwaltungsrat sollte daher insbesondere die diskutierten und getroffenen Massnahmen sowie die Abwägungen dazu genau protokollieren.<sup>96</sup>

Der neue Art. 725 Abs. 2 revOR regelt eine explizite Handlungspflicht des Verwaltungsrates bei drohender Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft. Zahlungsunfähigkeit liegt vor, wenn die Gesellschaft ihre fälligen Verbindlichkeiten über einen längeren Zeitraum hinweg nicht begleichen kann.<sup>97</sup> Ob eine *drohende* Zahlungsunfähigkeit vorliegt, muss der Verwaltungsrat auf der Basis seiner festgelegten Liquiditätsplanung beurteilen.<sup>98</sup> Nach der hier vertretenen Auffassung sollte es sich dabei um einen Geschäftsentscheid im Sinne der *Business Judgement Rule*<sup>99</sup> handeln, da der Verwaltungsrat bei der Liquiditätsplanung die entsprechenden wirtschaftlichen Bedürfnisse und Entwicklungen des Unternehmens eruieren und eine entsprechende Prognose wagen muss. Es handelt sich dabei um eine vorwiegend wirtschaftliche Entscheidung. Ihm steht diesbezüglich daher ein Ermessensspielraum mit verschiedenen Handlungsalternativen zu.<sup>100</sup> Der Verwaltungsrat hat die erforderlichen operativen und/oder finanziellen Massnahmen so rasch wie nach den Umständen möglich einzuleiten und allenfalls weitere Massnahmen zur Sanierung der Gesellschaft zu treffen.<sup>101</sup>

---

<sup>95</sup> Siehe unten, [V.1](#) und [V.2](#).

<sup>96</sup> Sethe, Geschäftsentscheide, 173; für weitere Handlungsempfehlungen siehe Wenger/Oehri, 151 ff.

<sup>97</sup> BBl 2016, 573; von der Crone, Rz. 1993.

<sup>98</sup> Milani/Schürch, 525.

<sup>99</sup> Siehe unten, [IV.3.b](#).

<sup>100</sup> Vgl. Wenger/Oehri, 131 und 143 ff; Niktine, 166 f.; vgl. auch für Sanierungsentscheide Vogt/Bänziger, 623.

<sup>101</sup> Art. 725 Abs. 3 revOR; vgl. zu den möglichen Massnahmen Milani/Schürch, 528 ff.

Der Verwaltungsrat muss bei einem Kapitalverlust<sup>102</sup> Massnahmen zur Beseitigung des Kapitalverlusts und zur Sanierung des Unternehmens ergreifen.<sup>103</sup> Im Rahmen der Aktienrechtsrevision wird das Gesetz neu keinen Automatismus bezüglich der unverzüglichen Einberufung der Generalversammlung mehr vorschreiben, was bislang richtigerweise auch nicht verlangt wurde.<sup>104</sup> Es steht im pflichtgemässen Ermessen des Verwaltungsrates, ob und wann er der Generalversammlung Sanierungsmassnahmen vorschlagen möchte.<sup>105</sup> Da Aktionäre keiner Geheimhaltungspflicht unterliegen, kann eine zu frühe Orientierung des Aktionariats nachteilige Auswirkungen auf den Sanierungsprozess der Gesellschaft haben.<sup>106</sup> Neu wird auch geregelt, dass die letzte Jahresrechnung vor ihrer Genehmigung durch die Generalversammlung einer eingeschränkten Revision unterzogen werden muss, wenn die ungeprüfte Jahresrechnung einen hälftigen Kapitalverlust ausweist.<sup>107</sup>

Bei *begründeter Besorgnis* einer Überschuldung<sup>108</sup> muss der Verwaltungsrat gemäss Art. 725 Abs. 2 OR<sup>109</sup> ebenfalls die notwendigen Massnahmen ergreifen. Begründete Besorgnis kann dann gegeben sein, wenn anhaltende Verluste oder negative Liquiditätsentwicklungen vorliegen.<sup>110</sup> Der Verwaltungsrat hat die finanzielle Lage der Gesellschaft stetig zu verfolgen, damit er Anzeichen frühzeitig erkennt, die eine begründete Besorgnis auslösen können. Da es sich bei der begründeten Besorgnis um ein subjektives Kriterium handelt, muss der Verwaltungsrat auch hier pflichtgemäss handeln und darf nicht pflichtwidrig unbesorgt sein.

Bei Anzeichen, welche die Besorgnis einer Überschuldung begründen, muss der Verwaltungsrat zunächst eine Zwischenbilanz zu Fortführungswerten erstellen. Entgegen dem Gesetzeswortlaut ist in diesem ersten Schritt noch

---

<sup>102</sup> Ein Kapitalverlust liegt vor, wenn die Hälfte des Aktienkapitals und der gesetzlichen Reserven nicht mehr durch werthaltige Aktiven gedeckt sind, vgl. Glanzmann, 271 m.w.H.

<sup>103</sup> Vgl. Art. 725 Abs. 1 OR; im Rahmen der Aktienrechtsrevision wird dies neu in Art. 725a revOR geregelt sein.

<sup>104</sup> Glanzmann, 273.

<sup>105</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.949 und Rz. 954.

<sup>106</sup> Glanzmann, 274.

<sup>107</sup> Art. 725a Abs. 2 revOR.

<sup>108</sup> Eine Überschuldung gemäss Art. 725 Abs. 2 OR liegt dann vor, wenn die Forderungen der Gesellschaftsgläubiger weder zu Fortführungs- noch zu Veräusserungswerten gedeckt sind.

<sup>109</sup> Neu in Art. 725b revOR.

<sup>110</sup> Glanzmann, 275; Urteil des Bundesgerichts 4P.305/2001 vom 18. März 2002 E. 2d.

keine Zwischenbilanz zu Veräusserungswerten zu erstellen.<sup>111</sup> Erst sofern die Zwischenbilanz zu Fortführungswerten eine Überschuldung ausweist oder wenn keine positive Fortführungsprognose vorliegt, muss eine Zwischenbilanz zu Veräusserungswerten erstellt werden.<sup>112</sup>

Gemäss Art. 725 Abs. 2 OR<sup>113</sup> ist es grundsätzlich Aufgabe des Verwaltungsrates, das Gericht zu benachrichtigen, wenn die beiden Zwischenabschlüsse eine Überschuldung ausweisen. Falls die Gesellschaft jedoch über Rangrücktritte mindestens im Umfang der Überschuldung verfügt oder wenn eine konkrete Sanierungsaussicht besteht, kann der Verwaltungsrat von der Benachrichtigung des Konkursgerichts absehen.<sup>114</sup> Die Gläubiger dürfen jedoch nicht schlechter gestellt werden als in einem Konkurs.<sup>115</sup> Ob die Benachrichtigung des Konkursgerichts zu unterlassen ist, hat der Verwaltungsrat im pflichtgemässen Ermessen zu entscheiden. Gemäss der bundesgerichtlichen Rechtsprechung handelt der Verwaltungsrat nicht schuldhaft, wenn er diejenige Entscheidung trifft, die vernünftigerweise von einem Unternehmer in dieser schwierigen Lage erwartet werden darf.<sup>116</sup> Nur weil im Nachhinein der Konkurs über die Gesellschaft eröffnet wird, heisst dies nicht, dass der Verwaltungsrat unsorgfältig gehandelt hat. Vogt/ Bänziger bringen es auf den Punkt, indem sie festhalten, dass der Konkurs nicht einmal ein Indiz für Unsorgfalt ist.<sup>117</sup> Auch hier sollte die *Business Judgement Rule* entsprechend zur Anwendung gelangen.<sup>118</sup>

Die Befolgung der Pflichten des Verwaltungsrates bei einer finanziellen Krise ist sehr entscheidend. In der Praxis hat sich gezeigt, dass die meisten Verantwortlichkeitsklagen gegen Mitglieder des Verwaltungsrates auf einer entsprechenden Pflichtverletzung während einer finanziellen Krise der Gesellschaft beruhen. Aufgrund der mageren Finanzausstattung und der hohen Wahrscheinlichkeit, dass das Unternehmen scheitert, ist dies für Verwaltungsräte von Start-up Unternehmen besonders bedeutsam.

---

<sup>111</sup> Glanzmann, 275; dies wird im Rahmen der Aktienrechtsrevision neu explizit in Art. 725b Abs. 1 revOR festgehalten.

<sup>112</sup> Glanzmann, 275.

<sup>113</sup> Resp. Art. 725b Abs. 3 revOR.

<sup>114</sup> Urteil des Bundesgerichts 4C.366/2000 vom 19. Juni 2001 E. 4b; siehe auch Art. 725b Abs. 4 revOR.

<sup>115</sup> BGer 4C.366/2000 E. 4b.

<sup>116</sup> BGer 4C.366/2000 E. 4b.

<sup>117</sup> Vogt/Bänziger, 623.

<sup>118</sup> Vogt/Bänziger, 623; Wenger/Oehri, 134; vgl. auch BGer 4C.366/2000 E. 4b, in dem das Bundesgericht festhält, dass eine Sanierung zulässig bleibt, auch wenn sich die Sanierungsbemühungen im Nachhinein als unfruchtbar erweisen.

## 2. Besondere Pflichten bei Start-up Unternehmen

### a) *Einleitendes*

Das Gesetz trifft grundsätzlich keine Unterscheidung zwischen den Pflichten des Verwaltungsrates eines Start-up Unternehmens oder eines etablierten Unternehmens. Für Verwaltungsräte beider Unternehmenstypen kommen grundsätzlich die gleichen gesetzlichen Pflichten zur Anwendung.<sup>119</sup> Davon ausgenommen sind selbstverständlich die besonderen Pflichten des Verwaltungsrates einer kotierten Gesellschaft sowie von Gesellschaften, die eine Banken- oder Versicherungstätigkeit verfolgen. Zudem knüpft die Strenge der Revision gemäss Art. 727 ff. OR an die wirtschaftliche Bedeutung der Gesellschaft an, wonach wirtschaftlich bedeutende Gesellschaften und Publikums-gesellschaften nach den strengeren Regeln der ordentlichen Revision zu prüfen sind.

Wie unten beschrieben, sollte jedoch der Umstand, dass es sich bei einem Unternehmen um ein Jungunternehmen handelt, bei den Pflichten des Verwaltungsrates im Einzelfall Beachtung finden.<sup>120</sup> Des Weiteren soll aufgrund den Besonderheiten von Start-up Unternehmen<sup>121</sup> und den daraus resultierenden Start-up-spezifischen Vorkommnissen dargelegt werden, was ein Verwaltungsratsmitglied eines Start-up Unternehmens besonders berücksichtigen muss.<sup>122</sup>

### b) *Beachtung der Unternehmenstypologie*

In der Praxis werden die Pflichten des Verwaltungsrates insbesondere im Lichte der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit beurteilt.<sup>123</sup> Die Einzelfallprüfung bzw. die Beachtung der konkreten Umstände durch die Gerichte bei der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit bringt ein Einfallstor mit sich, um die Pflichten des Verwaltungsrates im Lichte der Wesensmerkmale eines Start-

---

<sup>119</sup> Fischer et al., Rz. 43.61.

<sup>120</sup> Siehe sogleich, [III.2.b](#)).

<sup>121</sup> Siehe oben, [II.2](#).

<sup>122</sup> Siehe unten, [III.2.c](#)) ff.; vgl. auch die Auflistung der Pflichtverletzungen, die in der Praxis häufig zu einer Organhaftung führen, Jenny, 154 f.

<sup>123</sup> ZK OR-Bühler, Art. 717, N 6; siehe für das Gesellschaftsinteresse, Gericke, 142.

up Unternehmens zu betrachten.<sup>124</sup> Dies entspricht auch dem Prinzip, wonach wirtschaftlich Gleiches gleich und damit wirtschaftlich Ungleiches ungleich zu behandeln ist.<sup>125</sup>

Wie gesehen sind die Pflichten des Verwaltungsrates abstrakt formuliert und werden selten als konkrete Pflichten normiert.<sup>126</sup> Dem Verwaltungsrat steht daher ein weiter Ermessensspielraum bei der Erfüllung dieser Pflichten zu.<sup>127</sup> Bei solchen Ermessensentscheiden sollten die spezifischen Wesensmerkmale von Start-up Unternehmen Berücksichtigung finden. Zudem erlaubt auch die objektivierte Sorgfaltspflicht eine Start-up-spezifische Betrachtung.<sup>128</sup> Dies ergibt sich aus dem Umstand, dass bei der Überprüfung der Sorgfaltspflicht die Frage gestellt werden muss, wie eine vernünftige Drittperson in der gleichen Situation gehandelt hätte.<sup>129</sup> Es muss daher die Frage gestellt werden, wie ein vernünftiger Verwaltungsrat eines anderen Start-up Unternehmens in der gleichen Situation gehandelt hätte.<sup>130</sup>

Es ist zudem zulässig, vernünftige Risiken einzugehen.<sup>131</sup> Böckli spricht sogar von einer Pflicht zum Vorangehen und Initiieren und einer Pflicht zum Streben und Wagen.<sup>132</sup> Auch das Bundesgericht berücksichtigt welche Chancen mit einem Geschäft verknüpft sind und erlaubt das Eingehen von Risiken.<sup>133</sup> Welche Risiken noch angemessen sind, muss im Einzelfall unter Berücksichtigung der konkreten Umstände und des Gesellschaftszwecks geprüft werden.<sup>134</sup> Es gehört bekanntlich zum Wesen von Start-up Unternehmen, dass diese erhöhte Risiken eingehen (müssen), was mindestens den Aktionären bekannt sein sollte.<sup>135</sup> Daher sollte dies beim Sorgfaltsmassstab entsprechend berücksichtigt werden.<sup>136</sup> Dieses erhöhte Eingehen von Risiken sollte dem Verwaltungsrat

---

<sup>124</sup> Vgl. ZK OR-Bühler, Art. 717, N 6 ff.; vgl. auch Gericke/Waller, 300; vgl. Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 46 ff.

<sup>125</sup> Vgl. Forstmoser/Küchler, 38, die dies jedoch als Trend umschreiben.

<sup>126</sup> Siehe oben, [III.1.b\)bb\)aaa\)](#).

<sup>127</sup> Von der Crone, Rz. 1854; Hoffmann-Nowotny, 464; ZK OR-Bühler, Art. 717, N 60.

<sup>128</sup> Zum Referenzmassstab siehe oben, [III.1.b\)bb\)aaa\)](#).

<sup>129</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz. 22.

<sup>130</sup> Dahingehend auch Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz. 22.

<sup>131</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz. 24; Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 579; ZK OR-Bühler, Art. 717, N 59; Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 23 f.

<sup>132</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 580.

<sup>133</sup> Urteile des Bundesgerichts 4A\_626/2013 und 4A\_4/2014 vom 8. April 2014 E. 7.3.

<sup>134</sup> ZK OR-Bühler, Art. 717, N 59.

<sup>135</sup> Von Salis-Lütolf, 352.

<sup>136</sup> Vgl. Von Salis-Lütolf, 352 f., der wohl von einem unterschiedlichen Sorgfaltsmassstab gegenüber den Aktionären im Vergleich zu den Gläubigern ausgeht.

nicht als unsorgfältige Tätigkeit angelastet werden, zumal dies dem Wesen eines Start-up Unternehmens entspricht. Schlimmstenfalls könnte dies negative Auswirkungen auf das Start-up-Ökosystem haben.

Dieser von Böckli beschriebene Unternehmergeist darf nicht durch risikoscheues Handeln verloren gehen.<sup>137</sup> Daher ist die *Business Judgement Rule*<sup>138</sup> insbesondere für Start-up Unternehmen fast schon überlebenswichtig, da sie dem Ermessensspielraum des Verwaltungsrates bei Geschäftsentscheiden Rechnung trägt. Der Verwaltungsrat eines Start-up Unternehmens soll sich bei seinen Handlungen nicht eingeschränkt fühlen, weil der Konkurs wie ein Damoklesschwert über ihm schwebt.<sup>139</sup> Der Konkurs an sich gibt denn auch keine Auskunft darüber, ob die erforderliche Sorgfalt angewandt wurde.<sup>140</sup>

Zudem muss beachtet werden, dass der Verwaltungsrat stets die Interessen der Gesellschaft wahren muss.<sup>141</sup> Ein Start-up Unternehmen wird sich naturgemäss in einer früheren Produktentwicklungsphase im Vergleich zu einem etablierten Unternehmen befinden. Bei den Hightech/*High-Scale* Start-ups, deren Geschäftsmodelle auf einer skalierbaren Technologie basieren, geht es in erster Linie um die Weiterentwicklung dieser Technologie, damit diese überhaupt kommerzialisiert werden kann, was entsprechend beim Gesellschaftsinteresse zu berücksichtigen ist.

Zum Schluss sei noch erwähnt, dass auch bei der Corporate Governance der Gesellschaft die Grösse und Komplexität des Unternehmens beachtet wird.<sup>142</sup> Von einem Start-up Unternehmen kann und sollte daher nicht verlangt werden, dass beispielsweise der *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance* von economiesuisse eins zu eins übernommen wird. Dies wäre nicht verhältnismässig. Die darin enthaltenen Grundprinzipien können selbstverständlich als Leitlinien herangezogen werden und der Verwaltungsrat sollte diese Grundprinzipien kennen, damit er eine Sensibilisierung bei gewissen Themen entwickelt.

---

<sup>137</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 580; vgl. auch BSK OR II-Watter/Pellanda, Art 717, N 6; Hoffmann-Nowotny, 454 f.; ZK OR-Bühler, Art. 717, N 59.

<sup>138</sup> Siehe unten, [IV.3.b](#)).

<sup>139</sup> Vgl. ZK OR-Bühler, Art. 717, N 60.

<sup>140</sup> Vogt/Bänziger, 623; vgl. Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 45.

<sup>141</sup> Siehe oben, [III.1.b\)cc](#)).

<sup>142</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 565.

c) *Stolpersteine bei Gründung und Kapitalerhöhung*

Die Gründer von Start-up Unternehmen werden fast immer im Verwaltungsrat der Gesellschaft vertreten sein. Start-up Unternehmen haben zudem diverse Finanzierungsrunden mittels Kapitalerhöhungen durchzuführen. Es ist die Pflicht der Gründer bei der Gründung und der Mitglieder des Verwaltungsrates bei der Kapitalerhöhung, die Vorschriften über die Gründung bzw. Kapitalerhöhung der Aktiengesellschaft zu befolgen. Sofern die Liberierungspflicht mittel Sacheinlage erfüllt wird, ist sicherzustellen, dass die besonderen Bestimmungen diesbezüglich befolgt und die Sacheinlage in den Statuten offengelegt wird.<sup>143</sup> Dies gilt insbesondere auch dann, wenn – wie häufig bei Start-up Unternehmen – selbst entwickelte Software oder Patente als Sacheinlage in die Gesellschaft eingebracht werden und eine entsprechende belegbare Bewertung benötigt wird.<sup>144</sup> Diese Bewertung sollte vorsichtig vorgenommen werden.<sup>145</sup> Bei widerrechtlichem Handeln kann allenfalls die Gründungshaftung gemäss Art. 753 OR drohen. Mitglieder des Verwaltungsrates sollten hingegen insbesondere sicherstellen, dass die Angaben im Kapitalerhöhungsbericht richtig, vollständig und nicht irreführend sind.<sup>146</sup>

Gründer entscheiden sich oft dazu, direkt eine Aktiengesellschaft zu gründen, da Investoren eine Aktiengesellschaft gegenüber einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung bevorzugen. Damit die Gründer nicht das vollständige Aktienkapital im Zeitpunkt der Gründung aufbringen müssen, wird häufig nur das gesetzliche Minimum einbezahlt. Das Einfordern dieser nachträglichen Leistung obliegt gemäss Art. 634a OR zwingend dem Verwaltungsrat.<sup>147</sup> Der Verwaltungsrat hat dieses Einfordern sorgfältig und entsprechend dem Gleichbehandlungsgrundsatz vorzunehmen.

d) *Heikle Finanzverantwortung*

Die Finanzverantwortung des Verwaltungsrates ist bei Start-up Unternehmen ein offensichtlich wichtiges Thema.<sup>148</sup> Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Start-up Unternehmen scheitert, ist im Vergleich zu einem etablierten Unternehmen entsprechend höher. Es ist zu empfehlen, dass der Verwaltungsrat in

---

<sup>143</sup> BSK OR II-Watter, Art. 753, N 6.

<sup>144</sup> Vgl. Frey/Schieber, 19; Zech /Vallone, 833 ff. m.w.H.

<sup>145</sup> Zech /Vallone, 844.

<sup>146</sup> BSK OR II-Watter, Art. 753, N 7.

<sup>147</sup> Böckli, Aktienrecht, § 1 Rz. 320.

<sup>148</sup> Vgl. Isler/Schott, 43.



diesem Zusammenhang den Entscheidungsfindungsprozess im Detail dokumentiert und die der Entscheidung zugrundeliegende Analyse entsprechend festhält.<sup>149</sup>

Er muss im Rahmen der Finanzplanung sicherstellen, dass die nötigen Mittel vorhanden sind, um die geplante Gesellschaftstätigkeit auszuüben.<sup>150</sup> Ein Verwaltungsrat handelt unsorgfältig, wenn die Gesellschaft Geschäfte betreibt, zu denen sie personell, organisatorisch und finanziell gar nicht in der Lage ist.<sup>151</sup> Daher hat er eine vertretbare Strategie betreffend die Liquidität zu verfolgen und sollte insbesondere eine hinreichende Liquidität bis zur nächsten Finanzierungsrunde vorweisen können.<sup>152</sup> Der Aufbau einer skalierbaren Technologie mittels Investorengelder ist für ein Start-up Unternehmen wesensimmanent und muss bei der Beurteilung der Finanzplanung berücksichtigt werden.<sup>153</sup> Um diese Aufgabe entsprechend zu erfüllen, hat der Verwaltungsrat mit aller Sorgfalt und daher frühzeitig auf bestehende oder neue Investoren zuzugehen, damit diese im Rahmen einer Kapitalerhöhung und/oder durch Wandeldarlehen dem Unternehmen hinreichend flüssige Mittel zur Verfügung stellen können. Die Investorensuche sollte an Verwaltungsratssitzungen entsprechend diskutiert und protokolliert werden.

Zur Finanzverantwortung gehört auch die Prüfung und Überwachung von Investitionen. Da ein Start-up Unternehmen in der Regel eine geringe Liquidität aufweist, können bereits kleine Fehlinvestitionen zu Liquidationsproblemen führen. Im Rahmen der Liquiditätsplanung sollte der Verwaltungsrat daher im Detail überprüfen, welche Investitionen wann zwingend für die Weiterentwicklung des Unternehmens erforderlich sind.<sup>154</sup> Widrigenfalls kann spätestens im Konkurs der Gesellschaft eine Verantwortlichkeitsklage drohen.<sup>155</sup>

#### *e) Personalunion von Aktionariat und Exekutive*

Bei einem Start-up Unternehmen sind Gründer vielfach selbst Mitglied des Verwaltungsrates. Zudem wird die Geschäftsführung in der Anfangsphase oft

---

<sup>149</sup> Für weitere Handlungsempfehlungen siehe Wenger/Oehri, 151 ff.

<sup>150</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 30 Rz. 42.

<sup>151</sup> Von Salis-Lütolf, 352.

<sup>152</sup> Wenger/Oehri, 153.

<sup>153</sup> Vgl. Wenger/Oehri, 151 ff.

<sup>154</sup> Vgl. BGE 128 III 92 m.w.H.

<sup>155</sup> Vgl. BGE 128 III 92 m.w.H.

nicht (gültig) delegiert sein. Daher besteht bei Start-up Unternehmen häufig eine Personalunion zwischen einem geschäftsführenden Verwaltungsrat und dem Aktionariat.<sup>156</sup>

Diese enge Verflechtung von verschiedenen und zum Teil entgegengesetzten Interessen ist nicht unproblematisch und sollte immer im Auge behalten werden. Gerade bei Start-up Unternehmen fehlt oft auch die Sensibilität diesbezüglich, was zu fehlenden präventiven Regelungen führt.<sup>157</sup> Eine solche enge Verflechtung bei Start-up Unternehmen ist insbesondere auch im Lichte der bundesgerichtlichen Rechtsprechung problematisch, wonach bei einem Interessenkonflikt grundsätzlich von einer vermuteten Pflichtverletzung ausgegangen wird.<sup>158</sup> Ein konfliktfreier Beschluss ist zudem im Zusammenhang mit der *Business Judgement Rule* von besonderer Bedeutung.<sup>159</sup>

Die bereits beschriebene Interessenwahrungspflicht<sup>160</sup> gilt selbstverständlich auch wenn eine Personalunion von Verwaltungsrat, Geschäftsleitung und Aktionariat vorliegt. Der Verwaltungsrat muss auch in diesen Konstellationen stets die Interessen der Gesellschaft vor seine eigenen Interessen als Aktionär sowie vor Dritinteressen stellen. Bei solchen personenbezogenen Aktiengesellschaften dürfen sich Gründer, die gleichzeitig auch dem Verwaltungsrat angehören, nicht verpflichtet fühlen, beispielsweise im Interesse des Hauptinvestors tätig zu werden, sofern seine Interessen den Interessen der Gesellschaft widersprechen. Eine widerrechtliche Begünstigung eines solchen Hauptinvestors, die sich vermögensrechtlich erheblich auswirkt, kann sogar strafrechtlich relevant sein.<sup>161</sup>

Das oben Beschriebene gilt selbstverständlich auch für Vertreter von Investoren eines Start-up Unternehmens, die einen Sitz im Verwaltungsrat haben. Sie müssen sich bewusst sein, dass sie in erster Linie die Interessen der Gesellschaft verfolgen müssen und nicht die Interessen „ihres“ Investors.<sup>162</sup> Bei solchen Verwaltungsräten kann unter Umständen auch eine erhöhte Sorg-

---

<sup>156</sup> Ironischerweise wird eine Aktiengesellschaft häufig aufgrund der für die Gründer eingeschränkten Haftung, welche eine juristische Person bietet, gegründet. Die Gründer setzten sich dann aber durch ihre Tätigkeit als Mitglied des Verwaltungsrates wiederum einer persönlichen Haftung aus.

<sup>157</sup> Sethe, Interessenkonflikt, 376 und 388.

<sup>158</sup> Urteil des Bundesgerichts 4A\_259/2016 und 4A\_267/2016 vom 13. Dezember 2016 E. 5.2.

<sup>159</sup> Siehe unten, [IV.3.b\)dd](#).

<sup>160</sup> Siehe oben, [III.1.b.cc](#).

<sup>161</sup> So könnte allenfalls der Straftatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung nach Art. 158 des Schweizerischen Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937 (StGB, SR 311.0) erfüllt sein, vgl. Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 605.

<sup>162</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz. 29; vgl. Gericke, 134 ff.

faltspflicht zur Anwendung gelangen.<sup>163</sup> Kann ein Interessenkonflikt nicht ausgeschlossen werden, sollte dieses Mitglied des Verwaltungsrates die erforderlichen Handlungen vornehmen und abhängig von der Intensität für den spezifischen Beschluss in den Ausstand treten.<sup>164</sup>

Wird zwischen der Gesellschaft und einem Mitglied des Verwaltungsrates ein Vertrag abgeschlossen, so handelt es sich um sogenanntes Selbstkontrahieren.<sup>165</sup> Insichgeschäfte sind in der Praxis häufig bei Start-up Unternehmen zu finden.<sup>166</sup> Insichgeschäfte sind gemäss Rechtsprechung und herrschender Meinung schwebend unwirksam.<sup>167</sup> Sie werden dann wirksam, wenn ein neben- oder übergeordnetes Organ in voller Kenntnis der Fakten das Rechtsgeschäft genehmigt oder wenn die Natur des Rechtsgeschäfts eine Benachteiligung der Gesellschaft ausschliesst.<sup>168</sup> Zudem ist bei Insichgeschäften zwingend auch die Schriftformerfordernis gemäss Art. 718b OR zu beachten.<sup>169</sup> Wenn ein Insichgeschäft unwirksam ist und der Gesellschaft dadurch ein Schaden erwächst, kann dies zu einer Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates führen.

#### *f) Selbständiges Vermögen des Start-up Unternehmens*

Der Verwaltungsrat muss sich bewusst sein, dass die Aktiengesellschaft eine selbständige juristische Person mit selbständigem Vermögen ist. Es gibt verschiedene Kapitalschutzbestimmungen, die zwingend zu beachten sind.<sup>170</sup> Die Gründer und Verwaltungsräte müssen das „Spiel“ der Aktiengesellschaft konsequent „spielen“ und die entsprechenden Regeln befolgen.<sup>171</sup> Die oben beschriebene Personalunion<sup>172</sup> kann das Risiko einer Vermischung von Vermögen der Gesellschaft und den entsprechenden Personen erhöhen.

---

<sup>163</sup> Vgl. Gericke, 134.

<sup>164</sup> Siehe oben, [III.1.b.cc](#)).

<sup>165</sup> Sethe, Interessenkonflikt, 378.

<sup>166</sup> Vgl. Sethe, Interessenkonflikt, 378.

<sup>167</sup> Sethe, Interessenkonflikt, 379.

<sup>168</sup> Sethe, Interessenkonflikt, 381 f.

<sup>169</sup> Vgl. den Lehrstreit betreffend die Rechtsfolgen bei einem Verstoß gegen Art. 718b OR bei BSK OR II-Watter/Pellanda Art. 718b, N 11.

<sup>170</sup> Vgl. Art. 660 OR, Art. 678 OR und Art. 680 Abs. 2 OR; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz. 28.

<sup>171</sup> Forstmoser, Rz. 1122 ff.

<sup>172</sup> Siehe oben, [III.2.e](#)).

So ist insbesondere das Verbot der Einlagenrückgewähr gemäss Art. 680 Abs. 2 OR zwingend zu beachten.<sup>173</sup> Die Gesellschaft bzw. der Verwaltungsrat darf dem Aktionär keine Leistung aus dem geschützten Gesellschaftsvermögen erbringen.<sup>174</sup> Gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr können nicht nur direkte, sondern auch indirekte Vermögensverschiebungen verstossen.<sup>175</sup> Beispielsweise können auch Darlehen an Aktionäre, welche nur durch geschütztes Gesellschaftsvermögen gedeckt sind, zu einem Verstoss gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr führen.<sup>176</sup> Ein Verstoss gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr lässt die Liberierungsverpflichtung des Aktionärs automatisch wieder aufleben und kann allenfalls eine zivil- und strafrechtliche Haftung des Verwaltungsrates nach sich ziehen.<sup>177</sup>

Weiter ist zu beachten, dass ungerechtfertigte Leistungen an Aktionäre und Mitglieder des Verwaltungsrates sowie diesen nahestehenden Personen der Gesellschaft zurückzuerstatten sind.<sup>178</sup> Darunter fallen offene und verdeckte Ausschüttungen an die vorerwähnten Personen. Es kann sich dabei um ungerechtfertigte Dividenden oder auch um Leistungen basierend auf einer vertraglichen Vereinbarung handeln.<sup>179</sup> Solche Ausschüttungen sind auch aus steuerrechtlicher Sicht höchst problematisch, da sie als verdeckte Gewinnausschüttungen qualifiziert werden können, wenn die Gesellschaft aus wirtschaftlicher Sicht beispielsweise dem Aktionär Leistungen erbringt, ohne dafür eine angemessene Gegenleistung zu erhalten.<sup>180</sup> Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn Darlehen nicht zu Drittkonditionen gewährt werden. Ungerechtfertigte Ausschüttungen durch den Verwaltungsrat können zu einer zivilrechtlichen Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates führen.<sup>181</sup>

#### *g) Mangelnde Geschäftsführungsdelegation und Aufgabenaufteilung*

In der Anfangsphase eines Start-up Unternehmens ist selten eine gültige Delegation der Geschäftsführung zu finden. Obwohl einzelne Mitarbeiter im Start-

---

<sup>173</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 50 Rz. 107.

<sup>174</sup> BSK OR II-Vogt, Art. 680, N 17.

<sup>175</sup> BSK OR II-Vogt, Art. 680, N 22; ZK OR-Bahar/Peyer, Art. 680, N 112, N 120 und N 132 ff.; Von der Crone, Rz. 550 ff.

<sup>176</sup> BSK OR II-Vogt, Art. 680, N 22; Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.1004.

<sup>177</sup> Vgl. Böckli, Aktienrecht, § 1 Rz. 331; Druey/Druey/Glanzmann, 118; aus strafrechtlicher Sicht kann der Tatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung nach Art. 159 StGB erfüllt sein, vgl. BGE 117 IV 259 E. 5 S. 266 ff.

<sup>178</sup> Art. 678 OR; vgl. auch den neuen Art. 678 revOR mit verschiedenen Anpassungen.

<sup>179</sup> Druey/Druey/Glanzmann, 126.

<sup>180</sup> Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 40 Rz. 88 f.

<sup>181</sup> Vgl. die Gruppierung bei Müller/Lipp/Plüss, Rz. 4.119.

up Unternehmen Titel wie „Chief Executive Officer“ und „Chief Financial Officer“ führen, was eigentlich auf eine entsprechende Delegation schliessen liesse, fehlt aus gesellschaftsrechtlicher Sicht eine gültige Delegation.<sup>182</sup> Aufgrund von Art. 716 Abs. 2 OR hat der Verwaltungsrat daher die Geschäftsführung selbst inne und kann sich nicht auf die Haftungsbeschränkung gemäss Art. 754 Abs. 2 OR berufen.

Vielfach wird ein Start-up Unternehmen auch kein Organisationsreglement implementiert haben. Ein Organisationsreglement regelt meistens nicht nur die Delegation der Geschäftsführung, sondern es erlaubt dem Verwaltungsrat auch, die internen Abläufe und Strukturen der Gesellschaft festzuhalten. Es ist daher ein wichtiges Dokument für den Verwaltungsrat, um seiner Organisationspflicht nachzukommen. Er sollte darin festhalten, wer in Entscheidungs- und Handlungsabläufe eingebunden ist und wer wem unterstellt ist und Bericht erstattet.<sup>183</sup>

Zudem besteht in einem Start-up Unternehmen oft keine klare Arbeitsteilung innerhalb des Verwaltungsrates. Bei einer Verantwortlichkeitsklage muss der Schaden aber einem Mitglied des Verwaltungsrates aufgrund der eigenen Pflichtverletzung angerechnet werden.<sup>184</sup> Schädiger ist daher das entsprechende Mitglied des Verwaltungsrates persönlich und nicht das Gremium.<sup>185</sup> Da grundsätzlich jedes Mitglied des Verwaltungsrates für seinen Aufgabenbereich haftet, sollte der Verwaltungsrat in einem internen Reglement die Aufgabenaufteilung entsprechend eindeutig regeln.<sup>186</sup>

#### *h) Fehlender Sitzungsrhythmus und Protokollführung*

Es ist in der Praxis immer wieder festzustellen, dass der Verwaltungsrat von Start-up Unternehmen nur wenige Verwaltungsratssitzungen, wenn überhaupt, abhält. Der Verwaltungsrat sollte mindestens einmal pro Vierteljahr zusammenfinden und zusätzliche Sitzungen abhalten, wenn der Geschäftsgang des Unternehmens dies erfordert.<sup>187</sup> Damit die Sitzungen sorgfältig vorbereitet werden können und die Qualität beständig bleibt, sollten auch nicht zu viele Sitzungen abgehalten werden. Ein erhöhter Sitzungsrhythmus ist jedoch sicherlich für die Diskussionskultur innerhalb des Verwaltungsrates von Vorteil.

---

<sup>182</sup> Die Voraussetzungen einer Delegation wurden oben beschrieben, siehe oben, [III.1.c](#).

<sup>183</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 319.

<sup>184</sup> Böckli, Aktienrecht, § 18 Rz. 420; Pellanda, 361; Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 48 f.

<sup>185</sup> Böckli, Aktienrecht, § 18 Rz. 420; Pellanda, 361; Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 48 f.

<sup>186</sup> Jenny, 160 ff.; Pellanda, 357 ff.

<sup>187</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 115; Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.464 ff.

Zudem werden diese Sitzungen oft nicht oder nicht hinreichend protokolliert. Der Verwaltungsrat ist gut beraten, jede Sitzung und insbesondere die sensiblen Sitzungen eingehend zu protokollieren. Ein Protokoll sollte nicht nur den Beschluss an sich, sondern vielmehr auch abweichende Meinungen, Proteste und dergleichen enthalten.<sup>188</sup> Ein gut geführtes Protokoll ist für die *Business Judgement Rule*<sup>189</sup> sowie bei der Abwehr von Verantwortlichkeitsansprüchen aus beweistechnischen Gründen entscheidend.<sup>190</sup> Der Verwaltungsrat kann durch ein gut geführtes Protokoll unter Umständen nachweisen, dass die Voraussetzungen der *Business Judgement Rule* erfüllt sind.<sup>191</sup>

#### i) *Fehlende Revisionsstelle*

Ein Start-up Unternehmen wird aus Kostengründen fast immer vom sogenannten *Opting-out* gemäss Art. 727a Abs. 3 OR Gebrauch machen und sich vollumfänglich von der Revision befreien. Dadurch fehlt eine nicht zu unterschätzende Instanz, die dem Verwaltungsrat bei gewisse Fragen im Bereich der Rechnungslegung zur Seite stehen kann.<sup>192</sup>

Im Rahmen der eingeschränkten Revision prüft die Revisionsstelle nämlich, ob die Jahresrechnung den gesetzlichen Vorschriften und den Statuten entspricht.<sup>193</sup> Dem Verwaltungsrat gibt diese Prüfung eine gewisse Sicherheit, dass er insbesondere seinen Pflichten gemäss Art. 716a Abs. 1 Ziff. 3 OR nachkommt.<sup>194</sup> Auch wenn die Kognition der Revisionsstelle bei der eingeschränkten Revision limitiert ist und die Geschäftsführung des Verwaltungsrates nicht Gegenstand der Prüfung ist<sup>195</sup>, so kann die Revisionsstelle den Verwaltungsrat trotzdem auf mögliche Schwachstellen, Lücken oder Quellen von Unregelmässigkeiten aufmerksam machen.<sup>196</sup>

Der Verzicht auf die eingeschränkte Revision erhöht offensichtlich die eigene Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates im Zusammenhang mit der Finanzverantwortung. Die Wahrscheinlichkeit von Fehlern in der Jahresrechnung steigt, was unter Umständen über längere Zeit unbekannt sein und dadurch

---

<sup>188</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.481.

<sup>189</sup> Siehe unten, [IV.3.b](#).

<sup>190</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 148; Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.481.

<sup>191</sup> Siehe unten, [IV.3.b](#)

<sup>192</sup> Forstmoser, Rz. 1136.

<sup>193</sup> Vgl. Art. 729a Abs. 1 Ziff. 1 OR.

<sup>194</sup> Siehe oben, [III.1.e](#).

<sup>195</sup> Vgl. Art. 729a Abs. 3 OR.

<sup>196</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 8.25 und Rz. 8.8.

den Schaden entsprechend erhöhen könnte.<sup>197</sup> Dies kann von entscheidender Bedeutung sein, wenn der Verwaltungsrat beispielsweise von einem voranschreitenden finanziellen Zerfall mit nachfolgender Überschuldung zu spät erfahren sollte. Auch bei einer Einpersonengesellschaft, die bei Start-up Unternehmen häufiger vorkommen, ist die Gefahr einer Vermischung der Vermögenssphären und damit von einem Durchgriff erhöht.<sup>198</sup>

j) *Beachtung des Datenschutzes*

Aufgrund der Oberleitungs- und Organisationspflicht hat der Verwaltungsrat aus datenschutzrechtlicher Sicht verschiedene Aufgaben, die er wahrnehmen muss. Solche Aufgaben sind insbesondere bei Hightech/High-Scale Start-ups von entscheidender Bedeutung, da sie oft eine gewaltige Datenmenge sammeln und bearbeiten. Nicht selten befinden sich darunter auch besonders schützenswerte Personendaten.<sup>199</sup>

Der Verwaltungsrat sollte im Rahmen seiner Organisationspflicht festlegen, wer (intern) in welcher Form Zugang zu spezifischen Daten erhalten soll.<sup>200</sup> Dabei ist der Zugriff grundsätzlich nur soweit zu gewähren, als ihn eine Person für die Erfüllung ihrer Aufgaben vernünftigerweise benötigt. Zudem muss der Verwaltungsrat sich mit der Organisation der Datensicherung auseinandersetzen.<sup>201</sup> Sollte dem Verwaltungsrat in diesen Bereichen die notwendige Expertise für das Fällen eines gewissenhaften Entscheids fehlen, so ist ein entsprechender Experte beizuziehen.<sup>202</sup>

Basierend auf der Oberleitungspflicht muss der Verwaltungsrat auch sicherstellen, dass bei der IT-Nutzung sämtliche anwendbaren Vorschriften beachtet werden.<sup>203</sup> Grundsätzlich trägt der Verwaltungsrat auch im Bereich des Datenschutzes die oberste Verantwortung und wird aus diesem Grund als oberster

---

<sup>197</sup> Böckli, Revisionsstelle, Rz. 554.

<sup>198</sup> Böckli, Revisionsstelle, Rz. 555.

<sup>199</sup> Brupbacher/Staehelin, 515 f.

<sup>200</sup> Müller, 251; Brupbacher/Staehelin, 515.

<sup>201</sup> Müller, 251; bei Cyber-Attacken kann der Verwaltungsrat unter Umständen zur Verantwortlichkeit gezogen werden, vgl. Brupbacher/Staehelin, 519 ff.

<sup>202</sup> Brupbacher/Staehelin, 515; siehe oben, [III.1.b\)bb\)bbb\)](#).

<sup>203</sup> Müller, 251; Brupbacher/Staehelin, 515.

Datenschützer im Betrieb bezeichnet.<sup>204</sup> Der Verwaltungsrat hat daher sicherzustellen, dass das Datenschutzgesetz und speziell die Datenschutzgrundsätze<sup>205</sup> eingehalten werden.<sup>206</sup>

*k) Steuer- und sozialversicherungsrechtliche Tücken (Exkurs)*

Typischerweise befindet sich ein Start-up Unternehmen zu Beginn in einer Findungsphase. Es ist daher nicht überraschend, dass insbesondere in dieser Anfangsperiode verschiedene Umstrukturierungsmassnahmen geprüft und umgesetzt werden. Davon erfasst sind auch Desinvestitionsentscheide des Verwaltungsrates. Solche Massnahmen sind stets auch aus steuerrechtlicher Sicht zu prüfen.

Da bereits eine faktische Liquidation sowie eine Sitzverlegung ins Ausland die Haftungsordnung insbesondere nach VStG auslösen kann, sind solche Umstrukturierungsmassnahmen unter Umständen gefährlich.<sup>207</sup> Ein Beispiel dafür ist, dass der Verwaltungsrat eines Start-up Unternehmens feststellt, dass sich die Hauptabnehmer seines Produkts im Ausland befinden. In diesem Zusammenhang könnte sich der Verwaltungsrat dazu veranlasst sehen, einen grossen Teil oder gar alle Mitarbeiter in der Schweiz zu entlassen. Die Steuerbehörden könnten dann hier argumentieren, dass die Tätigkeit der Gesellschaft neu nur noch im Ausland ausgeübt wird und daher die steuerliche Ansässigkeit sich neu im Ausland befindet. Bei solchen Handlungen ist enorme Vorsicht geboten, da die Haftung der Mitglieder des Verwaltungsrates insbesondere bei der Verrechnungssteuer sehr weit geht.<sup>208</sup> Bevor der Verwaltungsrat solche Umstrukturierungsmassnahmen umsetzt, sollten diese daher stets von einem Rechtsanwalt und Steuerexperten begutachtet werden.

In der Praxis müssen die Autoren zudem immer wieder feststellen, dass Start-up Unternehmen mit wichtigen Dienstleistungserbringern sogenannte „Consultancy Agreements“ abschliessen. Die Start-up Unternehmen gehen dabei fälschlicherweise davon aus, dass es sich dabei um ein Auftragsverhältnis im Sinne von Art. 394 ff. OR handelt. Bei einer genauen rechtlichen Analyse und Vertragstypisierung ist die Qualifikation dann aber nicht eindeutig und es könnte sich auch um einen Einzelarbeitsvertrag im Sinne von Art. 319 ff. OR

---

<sup>204</sup> Müller, 261.

<sup>205</sup> Diese sind gemäss Art. 4 des Bundesgesetzes über den Datenschutz vom 19. Juni 1992 (DSG, SR 235.1) die Rechtmässigkeit, Bearbeitung nach Treu und Glauben sowie Verhältnismässigkeit.

<sup>206</sup> Brupbacher/Staehelin, 513 f.

<sup>207</sup> VStG-Meister, Art. 15, N 11 und 32; siehe unten, [V1](#).

<sup>208</sup> Siehe unten, [V1](#).



handeln, sofern der Dienstleistungserbringer in die Betriebsorganisation des Start-up Unternehmens integriert ist.<sup>209</sup> Wenn dieses so gelebte Verhältnis über längere Zeit fortbesteht, kann dies für die Gesellschaft insbesondere aus sozialversicherungsrechtlicher Perspektive höchst problematisch sein. Aufgrund der durch das Bundesgericht vertretenen strengen Haftung der Mitglieder des Verwaltungsrates bei den Sozialversicherungsbeiträgen ist dies auch für die Mitglieder des Verwaltungsrates höchst gefährlich.<sup>210</sup> Der Verwaltungsrat ist daher gut beraten, solche Verhältnisse aus rechtlicher Sicht vorab prüfen zu lassen.

## IV. Aktienrechtliche Verantwortlichkeit der Verwaltungsräte

### I. Einleitendes

Die zentrale Haftungsnorm des Aktienrechts ist in Art. 754 OR normiert. Gemäss dieser Bestimmung haften die Mitglieder des Verwaltungsrates persönlich gegenüber der Gesellschaft, den Aktionären und den Gesellschaftsgläubigern für den Schaden, welchen sie durch absichtliche oder fahrlässige Verletzung ihrer Pflichten in ihrer Eigenschaft als Organ verursachen.

Für die persönliche Haftung eines Verwaltungsratsmitglieds ist ein pflichtwidriges Fehlverhalten des einzelnen Verwaltungsratsmitglieds erforderlich (Grundsatz der individuellen Verantwortlichkeit).<sup>211</sup> Ob eine pflichtwidrige Handlung vorliegt, ergibt sich aus der Umschreibung der Organisation und Funktionsweise des Gesamtverwaltungsrates.<sup>212</sup> Für Pflichtverletzungen in Bereichen, die einzelnen Mitgliedern mit Eigenverantwortlichkeit zugewiesen worden sind, können die übrigen Verwaltungsräte grundsätzlich nicht verantwortlich gemacht werden.<sup>213</sup>

Nur kurz erwähnt sei an dieser Stelle, dass sich die aktienrechtliche Verantwortlichkeit unterschiedlich gestaltet, je nachdem ob gegen die Gesellschaft der Konkurs eröffnet wurde und ob neben der Gesellschaft auch Aktionäre und Gläubiger direkt geschädigt sind bzw. ob ausschliesslich ein mittelbarer Schaden vorliegt.<sup>214</sup> Der weitaus häufigste Fall ist die Erhebung einer Ver-

---

<sup>209</sup> Für die Abgrenzung Arbeitsvertrag und Auftrag siehe Schmid/Stöckli/Krauskopf, Rz. 1408 ff.

<sup>210</sup> Siehe unten, [V.2.](#)

<sup>211</sup> Jenny, 160 f.; Pellanda, 361 ff.; Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 48 f.

<sup>212</sup> Forstmoser, Rz. 696; Pellanda, 357 ff.; Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 48 f.

<sup>213</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 3.113; Jenny, 160 ff.

<sup>214</sup> Siehe hierzu ausführlich Nikitine, 85 f.; vgl. auch BGE 131 III 306 E. 3.1.2 S. 311.

antwortlichkeitsklage von Gläubigern im Konkurs der Gesellschaft, die einen mittelbaren Schaden erlitten haben.<sup>215</sup> Basierend auf der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit haben die Gläubiger ausserhalb des Konkurses bei einem mittelbaren Schaden keine Klagemöglichkeit gegen die Mitglieder des Verwaltungsrates.<sup>216</sup>

Damit eine Verantwortlichkeitsklage erfolgreich durchgesetzt werden kann, müssen die nachfolgenden Voraussetzungen kumulativ erfüllt sein: (1) Schaden, (2) Pflichtverletzung, (3) natürlicher und adäquater Kausalzusammenhang zwischen Schaden und Pflichtverletzung und (4) Verschulden. Im Grundsatz sind die vorgenannten Haftungsvoraussetzungen für Start-up Unternehmen und etablierte Unternehmen identisch. Abgesehen vom Verschulden, müssen sämtliche Haftungsvoraussetzungen vom Kläger bewiesen werden.<sup>217</sup>

## 2. Schaden

Der Schaden entspricht der Differenz zwischen dem Vermögensstand aufgrund der Pflichtverletzung und dem hypothetischen Vermögensstand, der bestehen würden, wenn keine Pflichtverletzung begangen worden wäre (sog. Differenztheorie).<sup>218</sup> Hat die Gesellschaft daher eine Versicherungsabdeckung für den eingetretenen Schaden und wird dieser vollständig durch die Versicherung gedeckt, liegt nach der Differenztheorie kein Schaden vor, weshalb es folglich an einer materiellen Voraussetzung für die Verantwortlichkeitsklage fehlt.

Wie bereits erwähnt, wird ein pflichtwidriges Verhalten des Verwaltungsrates meistens zu einem Schaden der Gesellschaft selbst führen. Beispielsweise führt eine unsorgfältig vorbereitete Anschaffung einer Software, für die ein zu hoher Preis bezahlt wurde, zu einer unmittelbaren Schädigung der Gesellschaft. Aktionäre sind dadurch lediglich reflexweise betroffen.<sup>219</sup>

---

<sup>215</sup> Böckli, Aktienrecht, § 18 Rz. 221; Von der Crone, Rz. 1846 ff.

<sup>216</sup> Nikitine, 86.

<sup>217</sup> Böckli, Aktienrecht, § 18 Rz. 136 ff.; umstritten ist jedoch die Beweislastverteilung beim Verschulden. Nach überwiegender Lehre hängt diese von der Rechtsnatur des Anspruchs ab, vgl. BSK OR II-Gericke/Waller, Art. 754, N 35; auf die Rechtsnatur der Verantwortlichkeitsklage wird hier nicht näher eingegangen. Bei einer vertragsähnlichen Typisierung würde aber Art. 97 OR (analog) zur Anwendung gelangen, vgl. Forstmoser, Rz. 132 ff.

<sup>218</sup> Nikitine, 85.

<sup>219</sup> Von der Crone, Rz. 1846.

### 3. Pflichtverletzung und Business Judgement Rule

#### a) *Pflichtverletzung*

Pflichtgemäßes Handeln wird grundsätzlich vermutet. Im Rahmen der Verantwortlichkeitsklage muss der Kläger daher einen Verstoss gegen diese Pflichten nachweisen.<sup>220</sup> Die Aufgaben und Pflichten des Verwaltungsrates wurden oben im Detail dargelegt.<sup>221</sup> In der Praxis kann festgestellt werden, dass grundsätzlich nicht ein einzelner Entscheid zu einer Verantwortlichkeitsklage führt. Vielmehr sind es Konstellationen, in denen Fehlentscheide sukzessive über einen längeren Zeitraum hinweg gefasst werden. Einzelne Entscheide, die zu einer Verantwortlichkeitsklage führen können, sind meistens Beschlüsse, die gegen die Kapitalschutzbestimmungen verstossen, was besonders oft bei Start-up Unternehmen festzustellen ist.<sup>222</sup> Als Beispiel können Dividendenausschüttungen sowie der Rückkauf von Aktien trotz fehlender Reserven aufgeführt werden.<sup>223</sup>

#### b) *Business Judgement Rule*

##### aa) *Allgemein*

Wie gesehen sind die Pflichten des Verwaltungsrates abstrakt formuliert und werden selten als konkrete Pflichten normiert.<sup>224</sup> Dem Verwaltungsrat steht daher ein entsprechender Ermessensspielraum zu.<sup>225</sup> Bei solchen Ermessensentscheiden muss der Verwaltungsrat unter Umständen auch Risiken eingehen, um Geschäftschancen wahrzunehmen, was sich im Nachhinein als Fehlentscheid entpuppen kann. Insbesondere bei Start-up Unternehmen werden aufgrund von neuen Erkenntnissen bereits festgesetzte Strategien oft wieder verworfen und gewisse Investitionen wurden daher vergeblich getätigt. Ein Fehlentscheid ist jedoch nicht mit einer Pflichtverletzung gleichzusetzen.

Um sich gegen solche Fehlschlüsse zu wehren, steht dem Verwaltungsrat die Schweizer Variante der *Business Judgement Rule* zur Verfügung. Diese besagt, dass die Gerichte bei der Überprüfung von Geschäftsentscheiden lediglich die Vertretbarkeit zu prüfen haben, sofern der Geschäftsentscheid auf einer ge-

---

<sup>220</sup> Siehe oben, [IV.1](#); Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 58 ff.

<sup>221</sup> Siehe oben, [III](#).

<sup>222</sup> Siehe oben, [III.2.f](#)).

<sup>223</sup> Vgl. Watter/Pöschel, 14.

<sup>224</sup> Siehe oben, [III.1.b\)aa](#)).

<sup>225</sup> Von der Crone, Rz. 1854; Hoffmann-Nowotny, 464; ZK OR-Bühler, Art. 717, N 6 und 60.

nügenden Informationsbasis, einem sorgfältig strukturierten Entscheidungsprozess sowie frei von Interessenkonflikten zustande gekommen ist.<sup>226</sup> Mit der *Business Judgement Rule* wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die Geschäftsrealität oft komplexe wirtschaftliche Fragestellungen mit sich bringt, die unterschiedlich angegangen und gelöst werden können.

*bb) Vorliegen eines Geschäftsentscheids*

Die erste Voraussetzung für die *Business Judgement Rule* ist das Vorliegen eines Geschäftsentscheids. Geschäftsentscheide sind Entscheide des Verwaltungsrates, die primär wirtschaftlich geprägt sind und für welche dem Verwaltungsrat ein Ermessensspielraum zukommt und verschiedene Handlungsoptionen bestehen.<sup>227</sup> Ein Entscheid liegt auch dann vor, wenn der Verwaltungsrat explizit auf eine Handlung verzichtet.<sup>228</sup> Es müssen stets solche Entscheide sein, bei welchen einem Richter Rückschaufehler unterlaufen können, da er die konkreten Umstände rekonstruieren muss.<sup>229</sup>

*cc) Hinreichende Informationsbasis*

Damit das Gericht lediglich die Vertretbarkeit des entsprechenden Entscheids prüft, muss der Verwaltungsrat den Entscheid basierend auf einer angemessenen und hinreichenden Informationsbasis gefällt haben. Dabei geht es vordergründig um die Informationen, die aus unternehmerischer Perspektive vernünftigerweise beigezogen werden sollten.<sup>230</sup> Der Verwaltungsrat hat hierbei die zeitlichen Umstände, die Tragweite und Komplexität des Entscheids und möglichen Alternativen zu berücksichtigen sowie eine Kosten-Nutzen-Ana-

---

<sup>226</sup> BGE 139 III 24 E. 3.2 S. 26; Urteil des Bundesgerichts 4A\_74/2012 vom 18. Juni 2012 E. 5.1; Urteil des Bundesgerichts 4A\_642/2016 vom 27. Juni 2017 E. 2.1; Wenger/Oehri, 142 ff.; vgl. das übersichtliche Prüfschema bei Rusterholz/Held, 233; wenn die einzelnen Elemente der *Business Judgement Rule* als Elemente der Pflichtverletzung aufgefasst werden, dann trägt der Kläger die Beweislast dafür, dass die einzelnen Elemente der *Business Judgement Rule* nicht erfüllt sind. Gelingt dieser Nachweis, dann wird der Entscheid vollumfänglich überprüft, wonach der Kläger noch immer die entsprechenden Haftungsvoraussetzungen der Verantwortlichkeitsklage beweisen muss, vgl. Nikitine, 278 ff. und Vogt/ Bänziger, 626 f.

<sup>227</sup> Nikitine, 166 f.; Derungs/von der Crone, 702 f.; Facincani/Sutter, 347.

<sup>228</sup> Bühler, 37; Facincani/Sutter, 347.

<sup>229</sup> Bühler, 33.

<sup>230</sup> Vgl. Wenger/Oehri, 145; Gericke/Waller, 301 f.

lyse vorzunehmen.<sup>231</sup> Die Gerichte sollten sich bei der Beurteilung, ob eine hinreichende Informationsbasis besteht, ebenfalls zurückhalten, da auch hier dem Verwaltungsrat ein grosser Ermessensspielraum zusteht.<sup>232</sup>

*dd) Einwandfreier Entscheidungsprozess frei von Interessenkonflikten*

Dem Entscheid des Verwaltungsrates muss ein einwandfreier Entscheidungsprozess vorausgehen. Kein einwandfreier Entscheidungsprozess liegt grundsätzlich dann vor, wenn mangels gültiger Delegation nicht der Gesamtverwaltungsrat den Entscheid gefällt hat.<sup>233</sup> Dies ist insbesondere für Start-up Unternehmen eine wichtige Erkenntnis, da oft eine gültige Delegation fehlt. Ein einwandfreier Entscheidungsprozess bedeutet auch, dass der Verwaltungsrat sich mit den wichtigsten Informationen auseinandersetzt und eine Abwägung vornimmt.<sup>234</sup> Kann der Verwaltungsrat die möglichen Chancen und Risiken nur schwer abschätzen, so sollte er frühzeitig die erforderlichen Experten beiziehen.<sup>235</sup> Damit der Verwaltungsrat dies bei Bedarf nachweisen kann, empfiehlt es sich daher, die Auseinandersetzungen, die Abwägungen und den getroffenen Entscheid präzise in einem Protokoll festzuhalten.

Damit der Entscheidungsprozess einwandfrei erfolgen kann, dürfen die am Entscheid mitwirkenden Mitglieder keinem Interessenkonflikt unterliegen. Liegt nämlich ein Interessenkonflikt vor, so ist dies zwar nicht per se pflichtwidrig, begründet aber eine dahingehende tatsächliche Vermutung.<sup>236</sup> Das Vorliegen eines Interessenkonflikts kann den Verantwortlichkeitsprozess entscheidend negativ für den Verwaltungsrat beeinflussen. Wie erwähnt sind Start-up Unternehmen besonders von potentiellen Interessenkonflikten betroffen.<sup>237</sup> Besteht daher der Anschein eines Interessenkonflikts, so sind die oben beschriebenen Massnahmen schnellstmöglich einzuleiten.<sup>238</sup>

*ee) Rechtsfolge*

Sofern sämtliche der vorgenannten Voraussetzungen erfüllt sind bzw. dessen Nichtvorliegen nicht hinreichend vom Kläger dargelegt wurden, prüft das

---

<sup>231</sup> Gericke/Waller, 301.

<sup>232</sup> Vgl. Vogt/Bänziger, 617.

<sup>233</sup> Jenny, 157.

<sup>234</sup> Bühler, 38.

<sup>235</sup> Gericke/Waller, 301.

<sup>236</sup> BGer 4A\_642/2016 E. 2.1.

<sup>237</sup> Siehe oben, [III.2.e\)](#).

<sup>238</sup> Siehe oben, [III.1.b\)cc\)](#).

Gericht lediglich, ob der Geschäftsentscheid vertretbar erscheint.<sup>239</sup> Ein Geschäftsentscheid ist nicht mehr vertretbar, wenn er offensichtlich unvernünftig oder der Verwaltungsrat seinen Ermessensspielraum eindeutig überschritten hat.<sup>240</sup> Sind die Voraussetzungen der *Business Judgement Rule* nicht gegeben, wird eine vollumfängliche inhaltliche Prüfung des Entscheids vorgenommen.<sup>241</sup>

#### 4. Kausalzusammenhang

Damit ein Mitglied des Verwaltungsrates zur Verantwortlichkeit gezogen werden kann, muss ein Kausalzusammenhang zwischen seiner persönlichen Pflichtverletzung und dem konkreten Schaden vorliegen.<sup>242</sup> Nach konstanter Rechtsprechung des Bundesgerichts ist die Pflichtverletzung für den Schaden dann adäquat kausal, wenn die Pflichtverletzung nach dem gewöhnlichen Lauf der Dinge und der allgemeinen Lebenserfahrung an sich geeignet ist, einen Schaden von der Art des eingetretenen Schadens herbeizuführen.<sup>243</sup>

Mit der feststellbaren Zunahme der Pflichten des Verwaltungsrates dürfte die Bejahung des adäquaten Kausalzusammenhangs in Zukunft wohl zu einem Automatismus verkommen.<sup>244</sup> Daher wird auch das Argument des rechtmässigen Alternativverhaltens an Bedeutung gewinnen. Dieses Argument kann auch für Verwaltungsräte von Start-up Unternehmen sehr wesentlich sein. Damit wird vorgebracht, dass der Schaden auch eingetreten wäre, wenn der Beklagte pflichtgemäss gehandelt hätte.<sup>245</sup> Es wird jedoch verlangt, dass der Beklagte dies nachweisen kann. Die Hürden sind daher entsprechend hoch.<sup>246</sup>

#### 5. Verschulden

Verschulden bedeutet, dass dem Mitglied des Verwaltungsrates für die Pflichtverletzung ein Schuldvorwurf gemacht werden kann. Es genügt jedes Verschulden und daher auch leichte Fahrlässigkeit.<sup>247</sup> In der Praxis führt meistens eine fahrlässige Unterlassung zu einer entsprechenden Haftung.<sup>248</sup>

---

<sup>239</sup> Nikitine, 278 ff.; Wenger/Oehri, 142; ZK OR-Bühler, Art. 717, N 67 ff.; Facincani/Sutter, 347 f.

<sup>240</sup> Bühler, 39.

<sup>241</sup> Vgl. das übersichtliche Prüfschema bei Rusterholz/Held, 233.

<sup>242</sup> Nikitine, 87.

<sup>243</sup> Vgl. BGE 123 III 110 E. 3a S. 112 f.

<sup>244</sup> Vgl. Müller/Lipp/Plüss, Rz. 4.20.

<sup>245</sup> BSK OR II-Gericke/Waller, Art. 754, N 42b.

<sup>246</sup> Nikitine, 88.

<sup>247</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 4.21.

<sup>248</sup> Böckli, Aktienrecht, § 18 Rz. 112.

Es gilt ein objektivierter Verschuldensmassstab. Das Verschulden wird daher daran gemessen, wie ein vernünftiger und ordnungsgemäss handelnder Dritter in der gleichen Situation gehandelt hätte.<sup>249</sup> Da ein objektivierter Massstab angewendet wird, schiessen subjektive Exkulpationsversuche am Ziel der Entlastung vorbei. Ein Mitglied des Verwaltungsrates kann daher nicht vorbringen, ihm hätte die erforderliche Zeit oder das benötigte Fachwissen gefehlt. Ist die Pflichtverletzung jedoch erstellt, wird ein Verschulden meistens ebenfalls zu bejahen sein.<sup>250</sup>

Ein Schuldvorwurf kann dann nicht gemacht werden, wenn ein Mitglied des Verwaltungsrates ausdrücklich gegen einen Entscheid opponiert.<sup>251</sup> Wie eindringlich und konsequent ein solches Opponieren sein muss, hängt vom Einzelfall ab. Je auffälliger und schwerer die Pflichtverletzung, umso grösser muss das Opponieren sein. Bei gewissen Pflichtverletzungen genügt ein Opponieren nicht, da die Mitglieder des Verwaltungsrates eine Mitwirkungspflicht haben.<sup>252</sup> Ein Nichtstimmen bei einem pflichtverletzenden Beschluss, kann daher nicht als Haftungsausschluss vorgebracht werden.<sup>253</sup> Erforderlich wäre daher, dass ein Mitglied des Verwaltungsrates seine Argumente gegen den Entscheid mit Nachdruck vorbringt und versucht, seine Mitglieder von seiner Ansicht zu überzeugen. Dieses Mitglied des Verwaltungsrates tut gut daran, seine dezierte Ansicht protokollieren zu lassen. Dies ist auch bei Start-up Unternehmen von grosser Wichtigkeit, da die Verhältnisse innerhalb des Verwaltungsrates oft sehr kollegial sein können und ein Kompromiss gesucht wird, auch wenn dieser nicht im Interesse der Gesellschaft liegt.

## V. Verantwortlichkeit für öffentlich-rechtliche Forderungen und mögliche Straftatbestände (Exkurs)

### I. Steuerrechtliche Forderungen

Das Steuerrecht sieht auf Bundesebene verschiedene Spezialbestimmungen vor, wonach die Mitglieder des Verwaltungsrates neben der Gesellschaft mit in die Verantwortung gezogen werden können. Aufgrund der dort anwendbaren weitgehenden Haftung ist nachfolgend insbesondere kurz auf die Verrechnungssteuer einzugehen.

---

<sup>249</sup> BSK OR II-Gericke/Waller, Art. 754, N 32; Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 51 ff.

<sup>250</sup> Böckli, Aktienrecht, § 18 Rz. 136b; Von der Crone/Carbonara/Hunziker, 52.

<sup>251</sup> BSK OR II-Gericke/Waller, Art. 754, N 33.

<sup>252</sup> Siehe oben, [III.1.b\)bb\)bbb\)](#).

<sup>253</sup> Watter/Pöschel, 14 ff.

Rein theoretisch könnten die Steuerbehörden offene Steuerschulden gegenüber den Mitgliedern des Verwaltungsrates auch mittels der aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsklage einfordern, sofern die Voraussetzungen hierfür erfüllt sind.<sup>254</sup> Die Steuerbehörden werden sich jedoch meistens auf die von ihnen bevorzugten steuerrechtlichen Spezialbestimmungen stützen.<sup>255</sup>

Gemäss Art. 15 VStG können Mitglieder des Verwaltungsrates bei einer Liquidation der Gesellschaft bis zum Betrage des Liquidationsergebnisses und bei einer Sitzverlegung ins Ausland bis zum Betrage des reinen Vermögens für Verrechnungssteuerschulden der Gesellschaft haften.<sup>256</sup> Diese Bestimmung kann für Mitglieder des Verwaltungsrates besonders schwerwiegende Folgen haben, da die Haftungsvoraussetzungen durch die Rechtsprechung erheblich ausgedehnt wurden.<sup>257</sup> Sie statuiert insbesondere eine Liquidations- und eine Wegzugshaftung. Unter Liquidation wird nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung auch die sogenannte faktische Liquidation subsumiert. Wann genau eine faktische Liquidation vorliegt, ist jedoch vielfach unklar, zumal eine solche schleichend erfolgen kann.<sup>258</sup> Dabei ist weder ein Liquidationsbeschluss noch ein Liquidationswille erforderlich.<sup>259</sup> Da Start-up Unternehmen besonders dynamisch handeln, ist bei jeder noch so kleinen Umstrukturierung genau zu prüfen, ob nicht allenfalls eine (faktische) Liquidation oder eine Sitzverlegung vorliegen könnte.

Bei dieser Haftung können die Mitglieder des Verwaltungsrates für Steuerforderungen, die während ihrer Amtstätigkeit entstehen, geltend gemacht oder fällig werden, haften. Diese Bestimmung ist für austretende und neue Mitglieder des Verwaltungsrates sehr heikel. Es kann daher zur stossenden Situation kommen, wonach ein neu gewählter Verwaltungsrat für Steuerschulden haftet, die zwar vor seiner Amtstätigkeit ausgelöst wurden, aber nach seiner Mandatsannahme von den Steuerbehörden geltend gemacht werden.<sup>260</sup>

Die Haftung bei der Verrechnungssteuer wurde durch die Praxis als eine Art Garantenhaftung ausgestaltet.<sup>261</sup> Die Steuerbehörden müssen daher weder

---

<sup>254</sup> Siehe oben, [IV](#).

<sup>255</sup> Nordin/Portmann, 210.

<sup>256</sup> Reich, 626 ff.; Nordin/Portmann, 210 ff.

<sup>257</sup> Vgl. Müller/Lipp/Plüss, Rz. 4.146; VStG-Meister, Art. 15, N 1; Nordin/Portmann, 215 ff.

<sup>258</sup> Böckli, Haftung, 522; BGE 115 Ib 274 E.10a S. 280 f.

<sup>259</sup> Frei, 266; Böckli, Haftung, 522; Nordin/Portmann, 212; BGE 115 Ib 274 E.10a S. 280 f.

<sup>260</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 4.148.

<sup>261</sup> Urteil des Bundesgerichts 2C\_868/2010 vom 19. April 2011 E. 5.1; Böckli, Haftung, 523; Nordin/Portmann, 215; VStG-Meister, Art. 15, N 3 ff.



Verschulden noch adäquate Kausalität nachweisen.<sup>262</sup> Mitglieder des Verwaltungsrates können daher lediglich gestützt auf ihre Organstellung und die gesetzlichen Bestimmungen zur Haftung gezogen werden.<sup>263</sup> Immerhin würde das Gesetz den Mitgliedern des Verwaltungsrates den Entlastungsbeweis zur Verfügung stellen. Sie könnten vorbringen, dass sie alles ihnen zumutbare für die Feststellung und Erfüllung der Steuerforderung unternommen haben.<sup>264</sup> Die Hürden für den Entlastungsbeweis werden durch die Rechtsprechung jedoch sehr hoch angesetzt.<sup>265</sup> Wenn es sich bei der mithaftenden Person um eine fachkundige Person handelt (Anwalt, Notar oder Treuhänder), so werden an den Entlastungsbeweis noch höhere Anforderungen gestellt.<sup>266</sup> Allgemein sind die Hürden für den Entlastungsbeweis so hoch, dass er vom Bundesgericht – soweit ersichtlich – bislang noch nie bejaht wurde.<sup>267</sup>

Der Vollständigkeit halber ist hier noch auf die Haftung für die direkte Bundessteuer hinzuweisen, die sich aus Art. 55 DBG ergibt. Die Haftung ist ähnlich ausgestaltet wie bei Art. 15 VStG und ist dementsprechend ebenfalls sehr streng.<sup>268</sup>

## 2. Sozialversicherungsrechtliche Forderungen

Gemäss Art. 52 AHVG haften die Mitglieder des Verwaltungsrates subsidiär und untereinander solidarisch, wenn die Aktiengesellschaft als Arbeitsgeberin der Versicherung einen Schaden zufügt bzw. die Beiträge aufgrund ihrer Zahlungsunfähigkeit nicht begleichen kann.<sup>269</sup> Nach konstanter Rechtsprechung legt das Bundesgericht auch diese Norm als faktische Kausalhaftung bzw. Garantenhaftung aus.<sup>270</sup> Die Beitragszahlungs- und Abrechnungspflicht kann nicht delegiert werden und muss daher durch den Verwaltungsrat vorgenommen werden.<sup>271</sup> Es ist folglich jedem Mitglied des Verwaltungsrates zu empfehlen, auf die vollständige und fristgerechte Bezahlung der Sozialversicherungs-

---

<sup>262</sup> Frei, 267; Nordin/Portmann, 215.

<sup>263</sup> Nordin/Portmann, 200 und 215; Böckli, Haftung, 524.

<sup>264</sup> Art. 15 Abs. 3 des Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer vom 13. Oktober 1965 (Verrechnungssteuergesetz, VStG, SR 642.21).

<sup>265</sup> Vgl. VStG-Meister, Art. 15, N 26; Nordin/Portmann, 215 f.

<sup>266</sup> VStG-Meister, Art. 15, N 26.

<sup>267</sup> Vgl. VStG-Meister, Art. 15, N 26.

<sup>268</sup> VStG-Meister, Art. 15, N 45; DBG-Hunziker/Mayer-Knobel, Art. 55, N 1; Nordin/Portmann, 218 f.

<sup>269</sup> Nordin/Portmann, 238 ff.

<sup>270</sup> Böckli, Aktienrecht, § 18 Rz. 156a; Müller/Lipp/Plüss, Rz. 4.161; BGE 108 V 199 E. 3 S. 202 ff.; BGE 129 V 11 m.w.H.

<sup>271</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 4.178.

beiträge zu achten. Die Haftung für ausstehende Sozialversicherungsbeiträge kann bei Start-up Unternehmen insbesondere dann kritisch sein, wenn über eine längere Zeitspanne unbewusst keine Beiträge bezahlt werden, da ein Rechtsverhältnis mit einem Berater fälschlicherweise als Auftragsverhältnis qualifiziert wurde.<sup>272</sup>

Erwähnens- und begrüßenswert ist, dass eine Art *Business Judgement Rule* bei der Beitragspflicht zur Anwendung gelangen kann, wenn der Verwaltungsrat der Beitragspflicht (absichtlich) nicht nachgekommen ist, um das wirtschaftliche Überleben der Gesellschaft zu sichern.<sup>273</sup> Dies ist auch dann der Fall, wenn ein Mitglied des Verwaltungsrates vernünftigerweise und basierend auf objektiven Gründen von einer zukünftigen und baldigen Sanierung der Aktiengesellschaft ausgehen darf und es später trotzdem zu einem Konkurs kommt.<sup>274</sup> In solchen Fällen kann die Haftung entfallen. Die Hürden hierfür sind jedoch sehr hoch.<sup>275</sup>

### 3. Mögliche Straftatbestände

Mitglieder des Verwaltungsrates können für eigenes Handeln zur strafrechtlichen Verantwortlichkeit gezogen werden. Der Vollständigkeit halber soll hier erwähnt werden, dass der Verwaltungsrat auch für Handlungen von Mitarbeitern zur strafrechtlichen Verantwortlichkeit gezogen werden kann (Geschäftsherrenhaftung).<sup>276</sup> Liegen sowohl eine strafrechtliche Verantwortlichkeit und eine entsprechende zivilrechtliche Schädigung vor, wird eine geschädigte Person meistens auch (adhäsionsweise) eine zivilrechtliche Verantwortlichkeitsklage gegen die Mitglieder des Verwaltungsrates anstreben. Die strafrechtliche Verantwortlichkeit wird in der Praxis zudem gerne als Druckmittel verwendet.

Mitglieder des Verwaltungsrates haben besonders die nachfolgenden Tatbestände zu beachten: Ungetreue Geschäftsführung (Art. 158 StGB), Konkursdelikte (Art. 163 ff. StGB), Urkundenfälschung (Art. 251 ff. StGB) und unwahre Angaben über das kaufmännische Gewerbe sowie gegenüber den Handelsre-

---

<sup>272</sup> Siehe oben, [III.2.k](#).

<sup>273</sup> Vgl. BGE 108 V 183 E. 2 S. 187 ff.; Urteil des Bundesgerichts 9C\_41/2017 vom 2. Mai 2017 E. 7.2.

<sup>274</sup> Vgl. BGE 108 V 183 E. 2 S. 187 ff.

<sup>275</sup> Vgl. BGE 108 V 199 E. 1 f. S. 185 ff.

<sup>276</sup> Vgl. Art. 11 StGB.

gisterbehörden (Art. 152 StGB und Art. 153 StGB). Verwaltungsräte von Start-up Unternehmen sollten insbesondere sicherstellen, dass sie die Voraussetzungen und Gefahren der Konkursdelikte kennen (Art. 163 ff. StGB).<sup>277</sup>

## VI. Ausgewählte Massnahmen zur Reduktion des finanziellen Haftungsrisikos

### I. Informationsbeschaffung

Ein potenzielles Mitglied des Verwaltungsrates sollte sich bereits vor der Mandatsannahme über das Start-up Unternehmen, die Hauptinvestoren sowie über den bestehenden Verwaltungsrat informieren.<sup>278</sup> Gestützt auf diese Informationsbasis kann es seine eigenen Fähigkeiten in objektiver Weise im Lichte des spezifischen Start-up Unternehmens analysieren und sicherstellen, dass es die Erwartungen, die an es gestellt werden, auch sorgfältig erfüllen kann. Zudem sind die oben dargelegten Voraussetzungen vom potenziellen Mitglied genau zu studieren.<sup>279</sup>

Es ist sehr wichtig, dass der Verwaltungsrat entsprechend den Bedürfnissen des Start-up Unternehmens zusammengesetzt ist. Da das Gesetz keine fachlichen Auswahlkriterien für Verwaltungsratsmitglieder vorschreibt, sollten die bestehenden Mitglieder genau unter die Lupe genommen werden. Es sind insbesondere Know-how, Erfahrung und Netzwerk von bestehenden Mitgliedern zu prüfen.

Jede Person sollte zudem den Pflichtenkatalog<sup>280</sup> kennen, bevor ein entsprechendes Verwaltungsratsmandat angenommen wird. Die Pflichten des Verwaltungsrates sollten während der Mandatsdauer immer wieder in Erinnerung gerufen werden. Bekanntlich schützt Nichtkenntnis das Verwaltungsratsmitglied nämlich nicht vor einer entsprechenden Haftung.<sup>281</sup> Es sollte während seiner Verwaltungsrats Tätigkeit immer wieder überprüfen, ob und auch wie es diese Aufgaben wahrnimmt.

---

<sup>277</sup> Vgl. hierzu Wenger/Oehri, 158 ff.

<sup>278</sup> Jörg, 282 ff.

<sup>279</sup> Siehe oben, [II.3.](#)

<sup>280</sup> Siehe oben, [III.](#)

<sup>281</sup> Vgl. Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 566.

## 2. Schadloshaltung und Versicherung

Ein potenzielles Mitglied des Verwaltungsrates könnte sich auch überlegen, ob es mit der Gesellschaft eine Schadloshaltungsvereinbarung abschliesst.<sup>282</sup> Bei einem Start-up Unternehmen erscheint eine solche Lösung als nicht angebracht, zumal dem Start-up Unternehmen oft die entsprechende Liquidität fehlen dürfte. Zudem müssen die rechtlichen Schranken beachtet werden.<sup>283</sup> Eine Schadloshaltung für fahrlässiges Handeln sollte grundsätzlich erlaubt sein.<sup>284</sup> Zudem ist die Organhaftpflichtversicherung (sog. D&O-Versicherung) unter Umständen ein passendes Instrument.<sup>285</sup> Hat die Gesellschaft keine Kollektivversicherung abgeschlossen, so kann das Verwaltungsratsmitglied auch eine Einzelversicherung abschliessen.<sup>286</sup>

## 3. Entlastungsbeschluss und Einwilligung

Gemäss Art. 758 OR kann die Generalversammlung für bekannte und vergangene Ereignisse einen Entlastungsbeschluss zugunsten des Verwaltungsrates fassen. Mit dem Entlastungsbeschluss verzichten die Gesellschaft und die Aktionäre darauf, Verantwortlichkeitsansprüche geltend zu machen.<sup>287</sup> Es besteht jedoch kein Recht auf Entlastung. Der Verwaltungsrat kann allerdings durch sein Einberufungsrecht die Abstimmung über die Entlastung traktandieren und dadurch zur Abstimmung bringen.

Die materielle Tragweite des Entlastungsbeschlusses ist jedoch in mehrfacher Hinsicht eingeschränkt.<sup>288</sup> Als gesellschaftsinterner Rechtsakt hat der Entlastungsbeschluss nur Wirkung für die Gesellschaft und die Aktionäre, die dem Beschluss zugestimmt haben.<sup>289</sup> Aktionäre, die dem Beschluss nicht zugestimmt haben, müssen jedoch innerhalb von sechs Monaten die Verantwortlichkeitsklage anhängig machen, da ansonsten ihr Klagerecht verwirkt.<sup>290</sup> Zudem ist der Entlastungsbeschluss aus zeitlicher Sicht beschränkt, da er nur

---

<sup>282</sup> Jörg, 288 ff.

<sup>283</sup> Vgl. Art. 100 OR.

<sup>284</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 862.

<sup>285</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 6.53; Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 876; es gilt jedoch zu beachten, dass gewisse D&O-Versicherungen in den allgemeinen Geschäftsbedingungen vorsehen, dass die Deckung entfällt, sobald die Gesellschaft sich in einer finanziellen Krise befindet. Die allgemeinen Geschäftsbedingungen sollten daher diesbezüglich stets geprüft werden.

<sup>286</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 876.

<sup>287</sup> Facincani/Sutter, 348 f.

<sup>288</sup> Watter/Dubs, 910.

<sup>289</sup> Vgl. Art. 758 Abs. 1 OR.

<sup>290</sup> Vgl. Art. 758 Abs. 2 OR; Watter/Dubs, 913 f.

eine gewisse Zeitspanne betrifft (meistens ein Geschäftsjahr). Weiter tangiert der Entlastungsbeschluss nur die prozessrechtliche Ebene und bewirkt nur einen Klageverzicht.<sup>291</sup>

Ein Entlastungsbeschluss kann bei einem Start-up Unternehmen nach einer erfolgreichen Finanzierungsrunde ein spannendes Instrument sein. Ein Investor wird im Rahmen der Due Diligence diverse tatsächliche und rechtliche Feststellungen machen.<sup>292</sup> Ob dieser sich diese Feststellungen im Rahmen eines nachträglichen Entlastungsbeschlusses anrechnen lassen muss, ist fraglich, da die Vorkommnisse grundsätzlich der Generalversammlung bekannt sein müssen.<sup>293</sup> Meistens werden jedoch auch die bestehenden Aktionäre den Investmentvertrag unterzeichnen, worin die Erkenntnisse aus der Due Diligence (teilweise) enthalten sind.<sup>294</sup> Daher kann sicherlich argumentiert werden, dass die im Investmentvertrag genannten Tatsachen als bekannt zu gelten haben und vom Entlastungsbeschluss erfasst sind.

Es besteht auch die Möglichkeit einer Beschlussdelegation.<sup>295</sup> Dabei wird von einer „vorgezogenen Einzelfall-Décharge“ gesprochen.<sup>296</sup> Im Rahmen der unentziehbaren und unübertragbaren Aufgaben des Verwaltungsrates nach Art. 716a OR ist ein Beschluss der Generalversammlung selbstverständlich unzulässig. Der Verwaltungsrat kann sich seiner diesbezüglichen Verantwortung nicht entziehen. Findet trotzdem eine Abstimmung durch die Generalversammlung in diesem Bereich statt, so ist diese Abstimmung rechtlich als Konsultationsabstimmung zu betrachten. Eine solche Konsultativabstimmung ist jedoch als Meinungs- und nicht als Willensäusserung aufzufassen.<sup>297</sup> Sie kann daher nicht als konkludenter Verzicht auf die Erhebung einer Verantwortlichkeitsklage verstanden werden.<sup>298</sup> Eine blossе Konsultativabstimmung kann nichtsdestotrotz dem Verwaltungsrat als „Pulsmesser“ dienen. Es ist jedoch im Einzelfall stets zu prüfen, ob eine Einwilligung des Geschädigten (*volenti non fit iniuria*) oder ein widersprüchliches Verhalten im Sinne von Art. 2 Abs. 2 ZGB vorliegen könnte.<sup>299</sup>

---

<sup>291</sup> Jenny, 165; Watter/Dubs, 908.

<sup>292</sup> Vgl. Wenger/Honold, 150 ff.

<sup>293</sup> Watter/Dubs, 910.

<sup>294</sup> Vielfach werden die Daten aus dem virtuellen Datenraum für die Due Diligence als integrierter Vertragsbestandteil vorgesehen.

<sup>295</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 6.64 ff.

<sup>296</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 6.64.

<sup>297</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 456.

<sup>298</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 456.

<sup>299</sup> Vgl. die Ausführungen dazu von Jenny, 164 ff.

#### 4. Organisatorische Massnahmen

Aus Art. 754 Abs. 2 OR ergibt sich, dass der Verwaltungsrat nicht für die Geschäftsführung haftet, sofern er die Geschäftsführung befugterweise übertragen und die entsprechenden Mitglieder sorgfältig ausgewählt, instruiert und überwacht hat. Sofern dies den Bedürfnissen der Gesellschaft entspricht, sollte der Verwaltungsrat von dieser Delegation Gebrauch machen. Es ist selbstverständlich auch möglich, dass die Geschäftsführung an ein einzelnes Mitglied des Verwaltungsrates übertragen wird. Eine solche interne Delegation kann sich insbesondere bei Start-up Unternehmen anbieten, wenn die Gründer Mitglieder des Verwaltungsrates sind und gleichzeitig auch die operative Führung des Start-up Unternehmens (weiterhin) innehaben möchten.<sup>300</sup> Damit der Informationsvorsprung des geschäftsführenden Gründers im Vergleich zum Gesamtverwaltungsrat nicht zu gross ist, sollte sichergestellt werden, dass im Organisationsreglement eine hinreichende Berichterstattung geregelt ist.

Eine weitere organisatorische Massnahme kann die Arbeitsteilung innerhalb des Verwaltungsrates sein. Wie oben bereits erwähnt sieht die aktienrechtliche Verantwortlichkeit eine individuelle Haftung und keine Haftung des Gesamtorgans vor (Grundsatz der individuellen Verantwortlichkeit).<sup>301</sup> Daher müssen auch die Pflichten bei einer befugten Aufgabenteilung entsprechend berücksichtigt werden. Zur Aufgabenteilung gehört die Delegation der Geschäftsführung, die Vorbereitung und Ausführung von Beschlüssen sowie die Überwachung von Geschäften. Spätestens bei der differenzierten Solidarität hat die individuelle Pflichtverletzung bzw. das individuelle Verschulden Auswirkungen auf die Höhe des Schadensersatzes.<sup>302</sup> Zu den organisatorischen Massnahmen können auch das frühzeitige Beiziehen von Experten sowie das Führen von aussagekräftigen Protokollen gezählt werden.

#### 5. Rücktritt aus dem Verwaltungsrat

Der Rücktritt aus dem Verwaltungsrat kann als letzte präventive Massnahme betrachtet werden. Aus beweistechnischen Gründen sollte der Rücktritt schriftlich erfolgen. Zudem muss sichergestellt werden, dass die Löschung aus dem Handelsregister zeitnah erfolgt. Vor dem Rücktritt sollten zudem noch die möglichen Massnahmen vorgenommen werden, mithilfe derer eine Haftung für vergangene Vorgänge eingeschränkt werden könnten, zumal nach

---

<sup>300</sup> Isler/Schott, 47 f.

<sup>301</sup> Siehe oben, [IV.1](#) und [IV.5](#).

<sup>302</sup> Müller/Lipp/Plüss, Rz. 4.219.

dem Rücktritt keine Einwirkungsmöglichkeiten auf Entscheide des Verwaltungsrates mehr bestehen und auch die gesellschaftsrechtlichen Auskunftsrechte gegenüber dem Verwaltungsrat und der Geschäftsleitung wegfallen.<sup>303</sup>

Mit dem Rücktritt endet die zukünftige Haftung für neue Vorgänge, sofern nach dem Rücktritt keine entscheidende Einflussnahme auf die Geschicke der Gesellschaft erfolgt (Stichwort faktisches Organ).<sup>304</sup> Bis zum Ablauf der Verjährungsfrist haftet das Mitglied für vergangene Vorgänge auch nach dem Rücktritt weiterhin. Befindet sich die Gesellschaft zudem in einer Krisensituation, so erfolgt die Mandatsniederlegung grundsätzlich zu Unzeit, was eine Treuepflichtverletzung gegenüber der Gesellschaft darstellen kann.<sup>305</sup> Insbesondere in Krisensituationen wird nämlich ein zuverlässiger und durchsetzungstarker Verwaltungsrat benötigt. Allgemein sollte der Rücktritt aus dem Verwaltungsrat daher sorgfältig geplant und vorgenommen werden.

## VII. Praktische Checkliste vor der Übernahme eines Verwaltungsratsmandates

### 1. Einleitendes

Die Erfahrung lehrt uns, mit der Übernahme von Verwaltungsratsmandaten vorsichtig zu sein. Schnell sind Arbeit und Risiko erworben, ohne dass das Ausmass eines Mandates verstanden und sorgfältig ausgelotet wurde. Vermeintliche Ehre und Ruhm weichen Ärger und Frustration. Aus diesem Grund stellen wir nachfolgend eine Checkliste für die Mandatsübernahme zusammen, die keinerlei Anspruch auf Vollständigkeit hat, aber einen Kandidaten bei der Übernahme eines Mandates systematisch unterstützen soll.

### 2. Technologie und Geschäftsmodell

Der Verwaltungsrat braucht eine Technologie nicht bis ins Detail zu verstehen. Im Zusammenhang mit der Technologie stellt sich immer die Frage der Schlüsselmitarbeiter und Abhängigkeiten. Wichtig ist, dass die Kerntechnologie immer der Gesellschaft gehört und unabhängig von einzelnen Personen weiterentwickelt werden kann. Sollte dies nicht der Fall sein, so exponiert sich jeder Verwaltungsrat einem erheblichen Risiko der Erpressbarkeit und des Wertverlustes. Im optimalen Fall sollte die Kerntechnologie eines Unternehmens

---

<sup>303</sup> Vgl. Art. 715a OR; Müller/Lipp/Plüss, Rz. 2.30 ff.

<sup>304</sup> Forstmoser, Rz. 752; Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 59.

<sup>305</sup> Böckli, Aktienrecht, § 13 Rz. 56; Müller/Lipp/Plüss, Rz. 6.13 ff.

in mehreren Köpfen verankert sein. Der Verwaltungsrat sollte die Freiheit bewahren, jederzeit die erforderlichen personellen Änderungen vorzunehmen, ohne der Gesellschaft Schaden zuzufügen. Ist dies nicht gewährleistet, so verliert der Verwaltungsrat die erforderliche Handlungsfreiheit.

Der Verwaltungsrat muss das Geschäftsmodell der Gesellschaft verstehen. Insbesondere hat er ein Verständnis für den benötigten Finanzbedarf zu entwickeln. Er muss auch verstehen, wo in der Krise Kosten gespart und damit die *Burnrate* verlängert werden kann.

### 3. Burn Rate und Kapitalbedarf

Die Frage nach dem Kapitalbedarf wird von vielen Verwaltungsräten unterschätzt. Die Kapitalbeschaffung ist ein langwieriger Prozess, der sehr viel Management und Verwaltungsrat-Kapazität absorbiert. Dabei sind sehr oft auch externe Faktoren wie Pandemien, Rezessionen, Kriege oder Ähnliches entscheidend. Für den Verwaltungsrat ist es daher ausserordentlich wichtig, ein gründliches Verständnis für die Finanzierungssituation eines Unternehmens zu gewinnen. Wieviel Geld wird monatlich verbraucht (*Burnrate*)? Für wie viele Monate reicht das vorhandene Kapital? Wann kann im besten Fall mit einem Break-even gerechnet werden?

Wie oben gesehen<sup>306</sup>, gilt es, ein besonderes Augenmerk auf Art. 725 OR zu richten. Aufgrund ihrer chronischen Unterkapitalisierung bewegen sich die Start-up Unternehmen regelmässig im Graubereich der Unterkapitalisierung oder Überschuldung. Ab dem Moment der Annahme der Wahl trägt jedes Mitglied die Mitverantwortung für die Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften.

Es lohnt sich sicher auch vor Übernahme eines Mandates als Verwaltungsrat, die Vergangenheit der Gesellschaft und des Unternehmens zu beleuchten und die Geschichte der Finanzierungen zu verstehen. In den seltensten Fällen wird eine Gesellschaft regelmässig zu einer höheren Bewertung finanziert. Vielfach finden sogenannte *Down Rounds* statt, das heisst Finanzierungsrunden zu einer tieferen Bewertung als bei der letzten Kapitalerhöhung. Solche Vorkommnisse geben ein gutes Bild von der Qualität des Managements, des Verwaltungsrates und der Aktionäre ab. Wie haben alle Stakeholder in der Krise agiert und reagiert? Die Interessenkonflikte werden dann virulent und offensichtlich.

---

<sup>306</sup> Siehe oben, [III.1.e\)bb\)](#).



#### 4. Qualität von Management, Verwaltungsrat und Aktionären

Der Verwaltungsrat delegiert in der Regel die Geschäftsführung an das Management. Daher ist es entscheidend, dass diese Delegation gültig erfolgt. Entsprechend wichtig ist zudem die Auswahl der verantwortlichen Personen. Die Erfahrung zeigt, dass in einer Frühphase oft keine (gültige) Delegation erfolgt oder die Gründer und Technologen das Management stellen. In der Entwicklung der Gesellschaft kommen diese oft an ihre Grenzen und müssen ausgetauscht oder verstärkt werden. Die mit diesem Emanzipationsprozess verbundenen Emotionen dürfen nicht unterschätzt werden.

Es empfiehlt sich, heikle Themen vor der Mandatsübernahme zu adressieren. Könnte schon ein externer *Chief Executive Officer* für das Unternehmen gefunden werden, so wurde ein wichtiger Schritt für die Entwicklung der Gesellschaft getan. Natürlich gibt es immer wieder Konstellationen, bei denen Gründer sich zu guten Managern entwickeln, hier handelt es sich aber erfahrungsgemäss um Ausnahmen. Bei der Beurteilung von Managern müssen Start-up-spezifische Eigenschaften im Vordergrund stehen. Ein Manager eines Start-up Unternehmens braucht viel Energie, intrinsische Motivation, Tatkraft, Flexibilität, Verkaufsflair und Führungsqualität. Sehr oft scheitern Manager an der Akzeptanz der intelligenten Technologen. Es ist zudem sicher hilfreich, wenn ein Manager Erfahrungen mit der Finanzierung von Start-up Unternehmen hat. In der weiteren Entwicklung einer Gesellschaft werden diese immer komplexer. Es besteht oft keine Zeit für Ausbildung und Versuche. Manager mit Erfahrungen im Umfeld von grossen Unternehmen sind auch kritisch zu prüfen, da sie an Strukturen und Personal gewohnt sind. In einem Start-up Unternehmen muss der Manager jedoch selbst Hand anlegen.

Die Zusammensetzung des Verwaltungsrates bedarf ebenfalls einer besonderen Betrachtung. Im besten Fall wird der Verwaltungsrat im Rahmen einer Bedürfnis-Matrix strukturiert und zusammengestellt. Dies findet in der Regel bei grossen börsenkotierten Gesellschaften statt. Beim Start-up Unternehmen gesellen sich zu den Gründern meist Vertreter der Investoren ungeachtet deren Know-how und Profil. Diese Vertreter zeichnen sich in der Regel durch eine Ausbildung im Bereich der Finanzen aus. Wichtig ist, dass der Verwaltungsrat in solchen Fällen durch Personen ergänzt wird, die ihre Kompetenz in den Bereichen *Business Development* und Verkauf haben.

Auch das Verhältnis der Aktionäre ist zu analysieren. Aktionäre, die nicht aligniert sind und streiten, können für einen Verwaltungsrat sehr gefährlich werden. Mit seinem künftigen Tun wird er sich immer auf die eine oder andere Seite exponieren. Der Umgang mit sich streitenden Aktionären ist zudem sehr zeitaufwändig und kaum zielführend.

## 5. Governance und Reporting

Ein Start-up Unternehmen zeichnet sich oft auch durch mangelhafte Prozesse und Governance aus. Diesen Bereichen wird kaum Bedeutung geschenkt. Bevor ein neues Mandat angenommen wird, sollten die Protokolle der Sitzungen des Verwaltungsrates der letzten zwölf Monate sorgfältig studiert werden, sofern solche vorhanden sind. Die Qualität der Protokolle gibt einen guten Einblick über den Zustand des Unternehmens. Im besten Fall werden auch Protokolle der Geschäftsführung gelesen, sodass ein umfassendes Bild des Unternehmens gewonnen werden kann. Gleiches gilt in Bezug auf das Reporting. Die Qualität des Reportings steht in einer gewissen Korrelation zur Qualität des Managements und des Unternehmens. Selten hat ein gut geführtes Unternehmen ein schlechtes Reporting und umgekehrt.

## 6. Steuern und Abgaben

Wie gesehen sieht das Steuer- und Abgaberecht gewisse kausale Haftungstatbestände vor, denen sich der Verwaltungsrat mittels Entlastungsbeweis nur schwer oder gar nicht entziehen kann.<sup>307</sup> Entsprechend wichtig ist die mündliche oder schriftliche Bestätigung der Revisionsstelle, wonach alle Steuern und Abgaben fristgerecht bezahlt worden sind. Hat das Start-up Unternehmen noch keine Revisionsstelle, so muss dieser Aspekt unbedingt extern geprüft und bestätigt werden. Dieser Vorgang hat sich jährlich bis zur Aufgabe des Mandates zu wiederholen.

Besonders heikel sind in diesem Zusammenhang jede Art von Umstrukturierung, Veränderung der Kapitalstruktur, Sitzverlegung ins Ausland oder Ähnliches. Haben solche Transaktionen in der Vergangenheit stattgefunden, so muss der Verwaltungsrat die Situation sehr sorgfältig analysieren. Die Verrechnungssteuer – ein schweizerisches Unding – wird bei Sachverhalten erhoben, die ein nicht ausgebildeter Steuerexperte kaum nachvollziehen kann. Das Gefährliche daran ist, dass der Verwaltungsrat sich der Situation kaum bewusst ist, seine Verantwortlichkeit dafür aber kausal ist.<sup>308</sup> Werden im Rahmen einer Umstrukturierung beispielsweise alle Personen in der Schweiz entlassen, so kann dies aus steuerrechtlicher Sicht unter die Liquidations- und Wegzugs haftung<sup>309</sup> subsumiert werden, wenn dadurch die Tätigkeit der Gesellschaft nur noch im Ausland ausgeübt und damit die steuerrechtliche Ansässigkeit ins Ausland verlegt wird. Da das Start-up Unternehmen in der Regel nur in der

---

<sup>307</sup> Siehe oben, [V.1](#).

<sup>308</sup> Siehe oben, [V.1](#).

<sup>309</sup> Siehe oben, [V.1](#).

Not und als *ultima ratio* alle Arbeitnehmer entlässt, sollte dies eigentlich keine Fragen aufwerfen. Anders sieht es aus, wenn die Steuerbehörden die spezielle Situation des Start-up Unternehmens verkennen und auf eine nicht nachvollziehbare Art und Weise den Sachverhalt würdigen und den Verwaltungsrat in die Verantwortung ziehen. Eigentlich haftet die Gesellschaft als Steuersubjekt für Gewinn- und Verrechnungssteuer. Fehlen der Gesellschaft jedoch die liquiden Mittel, so haftet eben der Verwaltungsrat subsidiär und kausal.<sup>310</sup> Insbesondere das Schweizer Obligationenrecht (Stichwort Art. 725 OR) und das Steuerrecht sind eben teilweise nicht auf Start-up Unternehmen ausgerichtet.

## 7. Zeitverhältnisse

Der Verwaltungsrat eines Start-up Unternehmens führt jährlich zwischen vier und sechs Sitzungen durch. Manchmal kommt noch eine Strategiesitzung dazu. Für die sorgfältige Vorbereitung der Sitzungen braucht es nochmals den gleichen Zeitaufwand. Das wäre die perfekte Welt.

In der Realität kommen regelmässig Herausforderungen dazu, die nicht immer vorhersehbar sind. Jeder Wechsel im Management bedeutet erheblichen zeitlichen Mehraufwand. Auch beabsichtigte Finanzierungsrunden können aus den Fugen geraten und ausserordentlich viel Zeit konsumieren. In Krisenzeiten kann sich der Führungsrhythmus des Verwaltungsrates rasch in eine Sitzung pro Woche oder gar mehr verändern. Start-up Unternehmen sind aufgrund des unentwickelten Status besonders gefährdet für Krisen. Um seinen Pflichten nachzukommen, kann sich der Verwaltungsrat diesen Krisen nicht entziehen.

## Literatur

Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530-964 OR inkl. Schlussbestimmungen), in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim/Watter Rolf (Hrsg.), 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

Böckli Peter, Haftung des Verwaltungsrates für Steuern, StR 1985, 519 ff. (zit. Böckli, Haftung).

Böckli Peter, OR-Rechnungslegung, 2. A., Zürich 2019 (zit. Böckli, Rechnungslegung).

Böckli Peter, Revisionsstelle und Abschlussprüfung: nach neuem Recht, Zürich 2007 (zit. Böckli, Revisionsstelle).

Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich 2009 (zit. Böckli, Aktienrecht).

---

<sup>310</sup> Siehe oben, [V1](#).

- Brupbacher Oliver M./Staelin Caludia Götz, Herausforderungen durch Cybersecurity in der modernen Unternehmensrealität, SJZ 2020, 512 ff.
- Bühler Christoph B., „Business Judgement Rule“: Massstab für die richterliche Beurteilung unternehmerischen Ermessens im Aktienrecht, in: Müller Matthias P.A./Forrer Lucas/Zuur Floris (Hrsg.), Das Aktienrecht im Wandel, Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt, Zürich/St. Gallen 2020.
- Druey Jean Nicolas/Druey Just Eva/Glanzmann Lukas, Gesellschafts- und Handelsrecht, 12. A., Zürich 2021.
- Derungs Meres/von der Crone Hans Caspar, Verhaltenspflichten des Verwaltungsrates, SZW 2019, 697 ff.
- Facincani Nicolas/Sutter Reto, Aktienrechtliche Verantwortlichkeit und Business Judgement Rule, TREX 2019, 346 ff.
- Fischer Willi et al., Handbuch Schweizer Aktienrecht, Musterdokumente, Checklisten und Übersichten für die Praxis, Basel 2014.
- Forstmoser Peter, Die aktienrechtliche Verantwortlichkeit, Die Haftung der mit der Verwaltung, Geschäftsführung, Kontrolle und Liquidation einer AG betrauten Personen, 2. A., Zürich 1987.
- Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.
- Forstmoser Peter/Kühler Marcel, Schweizerisches Aktienrecht 2020, Zürich 2021.
- Frei Walter, Die Verantwortung des Verwaltungsrates im Steuerrecht, ZStP 1998, 263 ff.
- Frey Martin/Schieber Julia, Von der Forschung zum Venture: Technologietransfer durch öffentliche Forschungseinrichtungen, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Venture Capital Reinvented: Markt, Recht, Steuern, 7. Tagung zu Private Equity, Tagungsband 2020, Zürich 2021, 10 ff.
- Gericke Dieter, Entsandter Verwaltungsrat – Entsendender Fonds – Portfoliogesellschaft: Eine rechtliche Analyse des „Ménage à Trois“, in: Dieter Gericke (Hrsg.), Private Equity IV, Zürich 2014.
- Gericke Dieter/Waller Stefan, Business Judgement oder Judge's Business – die Überprüfung von Geschäftsentscheidungen im Lichte der Praxis des Bundesgerichts, in: Kunz Peter V./Jörg Florian S./Arter Oliver (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IX, Bern 2014, 287 ff.
- Glanzmann Lukas, Haftungsrisiken der Leitungsorgane in der finanziellen Krise des Unternehmens, in: Kunz Peter V./Jörg Florian S./Arter Oliver (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IX, Bern 2014, 247 ff.
- Hoffmann-Nowotny Urs H., Aktienrechtliche Verantwortlichkeit: Zur gerichtlichen Prüfungsbefugnis im Anwendungsbereich der Business Judgement Rule (Zurückhaltungsregel), SZW 2019, 454 ff.
- Isler Peter R./Schott Bertrand G., Die haftungsbefreiende Delegation von Aufgaben des Verwaltungsrates, in: Sethe Rolf/Isler Peter R. (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht VIII, Zürich 2016, 33 ff.

- Jenny Daniel, Abwehrmöglichkeiten von Verwaltungsratsmitgliedern gegen den Vorwurf der Pflichtverletzung, ZSR 2018, 151 ff.
- Jörg Florian, Das Mitglied des Verwaltungsrats als Superman? Pflichten und Tipps, in: Jörg Florian/Arter Oliver (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht I, Bern 2005, 279 ff.
- Lambert Claude André, Das Gesellschaftsinteresse als Verhaltensmaxime des Verwaltungsrates der Aktiengesellschaft, Diss., Bern 1992.
- Kommentar zum Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer, in: Zweifel Martin/Beusch Michael (Hrsg.), 3. A., Basel 2017 (zit. DBG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Kommentar zum Bundesgesetz über die Verrechnungssteuer, in: Zweifel Martin/Beusch Michael/Bauer-Balmelli Maja (Hrsg.), 2. A., Basel 2012 (zit. VStG-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Krneta Georg, Der Rechtsanwalt als Verwaltungsrat, SJZ 2001, 289 ff.
- Lazopoulos Michael, Massnahmen zur Bewältigung von Interessenkonflikten, AJP 2006, 139 ff.
- Milani Dominik/Schürch Philipp, Die Pflichten des Verwaltungsrates bei drohender Zahlungsunfähigkeit nach neuem Aktienrecht, SZW 2020, 519.
- Müller Roland, Wirtschaftsrecht/Verwaltungsrat im digitalen Zeitalter, in: Gschwend Lukas et al. (Hrsg.), Recht im Digitalen Zeitalter, Festgabe Schweizerischer Juristentag 2015, Zürich/St. Gallen 2015, 249 ff.
- Müller Roland/Lipp Lorenz/Püss Adrian, Der Verwaltungsrat – Band I und II, Ein Handbuch für Theorie und Praxis, 5. A., Zürich 2021.
- Nikitine Alexander, Die aktienrechtliche Organverantwortlichkeit nach Art. 754 Abs. 1 OR als Folge unternehmerischer Fehlentscheide: Konzeption und Ausgestaltung der „Business Judgement Rule“ im Gefüge der Corporate Governance, Zürich 2007.
- Nordin Michael/Portmann Regula, Verantwortlichkeit im Unternehmenssteuerrecht, in: Kunz Peter V./Jörg Florian S./Arter Oliver (Hrsg.), Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IX, Bern 2014, 197 ff.
- Pellanda Katja Roth, Organisation des Verwaltungsrates – Zusammensetzung, Arbeitsteilung, Information und Verantwortlichkeit, Zürich 2007.
- Reich Markus, Steuerrecht, 3. A., Zürich 2020.
- Reutter Thomas/Weber Annette, Wandelanleihen, in: Reutter Thomas/Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIII, Zürich 2019, 127 ff.
- Rusterholz Leo/Held Lukas, Beweisfragen im Zusammenhang mit der Business Judgement Rule, GesKR 2017, 228 ff.
- Schmid Jörg/Stöckli Hubert/Krauskopf Frédéric, OR BT, Schweizerisches Obligationenrecht, Besonderer Teil, 3. A., Zürich 2021.
- Sethe Rolf, Die Regelung von Interessenkonflikten im Aktienrecht de lege lata und de lege ferenda, SZW 2018, 375 ff. (zit. Sethe, Interessenkonflikt).
- Sethe Rolf, Geschäftsentscheide, Expertenrat und Verantwortlichkeit des Verwaltungsrats, in: Sethe Rolf/Isler Peter R. (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht VII, Zürich 2014, 165 ff. (zit. Sethe, Geschäftsentscheide).

- Vogt Hans-Ueli/Bänziger Michael, Das Bundesgericht anerkennt die Business Judgement Rule als Grundsatz des schweizerischen Aktienrechts, GesKR 2012, 607 ff.
- Von der Crone Hans Caspar, Aktienrecht, 2. A., Bern 2020.
- Von der Crone Hans Caspar/Carbonara Antonio/Hunziker Silvia, Aktienrechtliche Verantwortlichkeit und Geschäftsführung, Basel 2006.
- Von Salis-Lütolf Ulysses, Private Equity Finanzierungsverträge, Zürich/Genf/Basel 2002.
- Watter Rolf/Dubs Dieter, Der Déchargebeschluss, AJP 2001, 908 ff.
- Watter Rolf/Pöschel Ines, Neinsager und Nichtstimmer: Ihre aktienrechtliche Verantwortlichkeit, GesKR 2011, 130 ff.
- Watter Rolf/Spillmann Till, Corporate Social Responsibility – Leitplanken für den Verwaltungsrat Schweizerischer Aktiengesellschaften, GesKR 2006, 94 ff.
- Wenger Christian/Honold Pascal, Legal Due Diligence in Venture Capital-Transaktionen, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity V, Zürich 2016, 141 ff.
- Wenger Christian/Oehri Daniel, Der Verwaltungsrat in Konkursnähe: unter besonderer Berücksichtigung von Start-ups, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Venture Capital Reinvented: Markt, Recht, Steuern, 7. Tagung zu Private Equity, Tagungsband 2020, Zürich 2021, 127 ff.
- Zech Herbert/Vallone Vera, Immaterialgüter als Sacheinlage, in: Jung Peter/Krauskopf Frédéric/Cramer Conradin (Hrsg.), Theorie und Praxis des Unternehmensrechts, Festschrift zu Ehren von Lukas Handschin, Zürich 2020.
- Zürcher Kommentar, Obligationenrecht, Die Aktiengesellschaft, Allgemeine Bestimmungen, Art. 620-659b OR, in: Handschin Lukas (Hrsg.), Zürich 2016 (zit. ZK OR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Zürcher Kommentar, Obligationenrecht, Die Aktiengesellschaft, Generalversammlung und Verwaltungsrat. Mängel in der Organisation, Art. 698-726 und 731b OR, in: Handschin Lukas (Hrsg.), Zürich 2016 (zit. ZK OR-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).

# Nutzbarmachung des neuen Aktienrechts für Private Equity und Venture Capital

Dieter Gericke/Margrit Marti\*

## Inhalt

I.	<a href="#">Einleitung</a>	168
II.	<a href="#">Aktienkapital in Fremdwährung</a>	169
1.	<a href="#">Voraussetzungen</a>	169
2.	<a href="#">Beschlussfassung und Zeitpunkt</a>	171
3.	<a href="#">Wahl des Umrechnungskurses</a>	172
4.	<a href="#">Bedeutung in der Praxis</a>	174
5.	<a href="#">Steuerliche Behandlung</a>	175
III.	<a href="#">Neue Möglichkeiten bei Finanzierungsrunden</a>	176
1.	<a href="#">Vereinfachungen für die Eigenkapitalfinanzierung</a>	176
a)	<a href="#">Ordentliche Kapitalerhöhung</a>	176
b)	<a href="#">Verwendung des Kapitalbands</a>	178
aa)	<a href="#">Kapitalband im neuen Aktienrecht</a>	178
bb)	<a href="#">Gezielter Einsatz des Kapitalbands</a>	178
cc)	<a href="#">Steuerliche Behandlung des Kapitalbands</a>	181
2.	<a href="#">Hybride Finanzierungsformen</a>	182
a)	<a href="#">Absicherung des Wandeldarlebens</a>	183
b)	<a href="#">Statutenpublizität bei der Verrechnungsliberalisierung?</a>	184
c)	<a href="#">Flexibilität bei der Form der Ausübung</a>	185
3.	<a href="#">Weitere Einsatzmöglichkeiten des bedingten Kapitals</a>	185
a)	<a href="#">Compensatory Capital Increase</a>	186
b)	<a href="#">Verwässerungsschutz</a>	186
IV.	<a href="#">Neue Möglichkeiten bei Buy-outs und Exits</a>	187
1.	<a href="#">Befreiung vom Risiko einer (beabsichtigten) Sachübernahme bei Rückbeteiligung von Gründern oder Management</a>	187
a)	<a href="#">Ersatzlose Streichung der Sachübernahmenvorschriften</a>	187
b)	<a href="#">Missbräuchliche Sachübernahmen</a>	189
2.	<a href="#">Vereinfachte Anpassung der Anzahl Aktien und der „Schwere“ einer Aktie</a>	190

---

\* Die Autoren danken Stefan Oesterheld, LL.M., Rechtsanwalt und dipl. Steuerexperte, für die fachkundige Unterstützung bei steuerlichen Fragen und Tobias Scheiwiler, M.A. HSG in Rechtswissenschaft mit Wirtschaftswissenschaften für die tatkräftige Mitwirkung bei der Überarbeitung des Manuskripts und der Erstellung des Fussnotenapparats. Dieser Aufsatz basiert auf dem Vortrag der Autoren zum gleichen Thema anlässlich der Private Equity-Ta-gung des Europa Instituts an der Universität Zürich am 5. April 2022.

3.	<a href="#">Umtausch von Vorzugsaktien in Stammaktien bei einer Exit-Transaktion mittels des Kapitalbands</a>	190
a)	<a href="#">Durchführung einer solventen Harmonika</a>	190
b)	<a href="#">Vorgängige Zustimmung der Sonder- und Generalversammlung</a>	192
V.	<a href="#">Neue Möglichkeiten für PE/VC-finanzierte Gesellschaften</a>	192
1.	<a href="#">Rückkauf von Mitarbeiteraktien innerhalb des Kapitalbands</a>	192
a)	<a href="#">Keine Anwendung der Erwerbsbeschränkung für eigene Aktien</a>	192
b)	<a href="#">Steuerliche Überlegungen</a>	193
c)	<a href="#">Veräusserungsfrist</a>	193
2.	<a href="#">Flexible Durchführung der Generalversammlungen</a>	194
a)	<a href="#">Virtuelle Generalversammlungen</a>	194
b)	<a href="#">Zirkularbeschlüsse</a>	195
c)	<a href="#">Öffentliche Beurkundung von Generalversammlungsbeschlüssen</a>	197
3.	<a href="#">Formfreie Beschlussfassung im Verwaltungsrat</a>	198
VI.	<a href="#">Würdigung</a>	198
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	199

## I. Einleitung

Das Inkrafttreten des revidierten Aktienrechts steht vor der Tür. Ab dem 1. Januar 2023 können grundsätzlich alle neuen Möglichkeiten genutzt werden. Erfahrungsgemäss zeigen die ersten zwei oder drei Jahre nach einer Reform, ob und wie neue Instrumente genutzt werden. Entsprechend ist dies auch die Zeit, in der besonders viel Kreativität und Durchsetzungsgeschick seitens der beratenden Anwälte erforderlich ist. Leider werden (zu) viele Gesetzesnovellen mit Bedeutung für die Wirtschaft ohne Beizug von Praktikern im Expertenprozess entwickelt, so auch das neue Aktienrecht. Immerhin schaffte es die Rechtskommission des Nationalrats quasi auf der Zielgerade noch, einzelne Reformvorschläge, die für die Praxis sonst kaum nutzbar oder gar schädlich gewesen wären, in brauchbare Formen zu giessen. Schliesslich wurden viele Änderungen des Aktienrechts in einer Revision der Handelsregisterverordnung reflektiert.<sup>1</sup>

Vor diesem Hintergrund beleuchtet dieser Beitrag, welche Neuerungen für die Private Equity- und Venture Capital-Praxis besonders relevant sind und wie sie nutzbar gemacht werden könnten.

---

<sup>1</sup> Die Änderungen der Handelsregisterverordnung treten ebenfalls per 1. Januar 2023 in Kraft.



Nachfolgend werden die geänderten Bestimmungen mit nOR bzw. nHRegV gekennzeichnet. Der Ausdruck „neues Aktienrecht“ bezieht sich ebenfalls auf die Bestimmungen, die ab dem 1. Januar 2023 gelten. Vom „alten Aktienrecht“ ist die Rede, wenn auf die bis Ende 2022 geltenden Regeln Bezug genommen wird.

## II. Aktienkapital in Fremdwährung

Seit Inkrafttreten des revidierten Rechnungslegungsrechts im Jahr 2013 können Gesellschaften ihre Buchführung und Rechnungslegung in der für ihre Geschäftstätigkeit wesentlichen Fremdwährung (sog. funktionale Währung) vornehmen.<sup>2</sup> Da das Aktienkapital unter dem bisherigen Aktienrecht in Schweizer Franken lauten musste, wollte der Gesetzgeber mit der Einführung des Aktienkapitals in einer Fremdwährung diese Inkohärenz zwischen dem Rechnungslegungsrecht und dem Aktienrecht beseitigen.<sup>3</sup>

Der Wechsel des Aktienkapitals in eine Fremdwährung ist vor allem für von Private Equity oder Venture Capital Investoren finanzierte Gesellschaften interessant, welche ihre Buchführung und Rechnungslegung aufgrund ihrer Geschäftstätigkeit im Ausland in einer funktionalen Währung vornehmen und auch die nächsten Finanzierungen in der entsprechenden Fremdwährung planen.

### I. Voraussetzungen

Gemäss Art. 621 Abs. 2 nOR sind bei der Einführung des Aktienkapitals in einer Fremdwährung drei Voraussetzungen zu beachten:

- Das Aktienkapital muss in der *für die Geschäftstätigkeit wesentlichen Währung* denominiert werden. Wie im Rechnungslegungsrecht ist damit in Anlehnung an anerkannte Rechnungslegungsstandards (IAS 21, Ziff. 8 ff.) die Währung des primären Wirtschaftsumfelds, in dem ein Unternehmen tätig ist, gemeint. Das primäre Wirtschaftsumfeld liegt dort, wo die Geldflüsse hauptsächlich anfallen. Dabei darf auch die Währung berücksichtigt wer-

---

<sup>2</sup> Art. 957a Abs. 4 und Art. 958d Abs. 3 des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (Obligationenrecht, OR, SR 220).

<sup>3</sup> Botschaft des Bundesrates vom 23. November 2016 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), BBl 2017, 399 ff., 430.

den, in welcher das Unternehmen finanziert wird. Die Bestimmung dieser funktionalen Währung liegt im pflichtgemässen Ermessen des Verwaltungsrats.<sup>4</sup>

- Die *Buchführung und Rechnungslegung* haben in derselben Fremdwährung wie das Aktienkapital zu erfolgen. Die Wahl der Fremdwährung muss damit sachlich begründet werden. Zudem will der Gesetzgeber über die Verbindung zum Rechnungslegungsrecht die freie Konvertierbarkeit zum Schweizer Franken sicherstellen.<sup>5</sup>
- Bei der Fremdwährung muss es sich um eine *gemäss Handelsregisterverordnung zulässige Fremdwährung* handeln. Anhang 3 nHRegV sieht lediglich den US Dollar (USD), den Euro (EUR), das britische Pfund (GBP) sowie den Yen (JPY) als zulässige Fremdwährungen vor. Die limitierte Auswahl des Bundesrates wird damit begründet, dass es sich, zusammen mit dem Schweizer Franken, um die fünf am meisten gehandelten Währungen der Welt handelt.<sup>6</sup> Eine breitere Auswahl an zulässigen Fremdwährungen wäre aus Sicht der Praxis zu begrüßen.

Als weitere Voraussetzung für die Gründung mit einem Aktienkapital in Fremdwährung sieht Art. 621 Abs. 2 nOR vor, dass dieses zum Zeitpunkt der Errichtung einem Gegenwert von mindestens CHF 100'000 entsprechen muss. Das gesetzliche Mindestkapital ist daher nur im Zeitpunkt der Einführung der Fremdwährung zu beachten. Fällt das Aktienkapital aufgrund von Wechselkursschwankungen zu einem späteren Zeitpunkt unter den Gegenwert von CHF 100'000, sind von Gesetzes wegen (ausser im Falle einer Kapitalherabsetzung<sup>7</sup>) keine Massnahmen erforderlich.<sup>8</sup> Dasselbe gilt, wenn eine Gesellschaft mit einem Mindestkapital von CHF 100'000 zu einem späteren Zeitpunkt den Wechsel des Aktienkapitals in eine Fremdwährung beschliesst.

Gemäss Botschaft ist bei der Gründung mit einem Aktienkapital in Fremdwährung auf den „aktuellen Tageskurs im Gründungszeitpunkt“ abzustellen, welcher gemäss Art. 629 Abs. 3 nOR in der öffentlichen Urkunde anzugeben ist.<sup>9</sup> Der Verweis auf den aktuellen Tageskurs darf aber nicht zu einschränkend ausgelegt werden, sondern vielmehr bleibt es im Ermessen der Gründer, welchen Umrechnungskurs sie verwenden wollen. Aus Praktikabilitätsgründen

---

<sup>4</sup> BSK OR II-Neuhaus/Suter, Art. 958d, N 12; Kägi/Studer/Tsün, 165.

<sup>5</sup> BBl 2017, 481.

<sup>6</sup> Vgl. Erläuternder Bericht des Bundesamtes für Justiz (EJPD) zur Änderung der Handelsregisterverordnung vom 17. Februar 2021, 13.

<sup>7</sup> Art. 653j Abs. 3 nOR.

<sup>8</sup> Vgl. auch Kägi/Studer/Tsün, 177 f.

<sup>9</sup> BBl 2017, 481.

sollte es insbesondere auch zulässig sein, den Tagesschlusskurs des Vortages zu verwenden. Die Kognition der Handelsregisterbehörden ist dabei auf die Überprüfung der notwendigen Feststellungen, die Angabe des Umrechnungskurses sowie den Gegenwert bei Anwendung dieses Kurses beschränkt.<sup>10</sup> Dasselbe gilt bei einem Wechsel des Aktienkapitals in eine Fremdwährung einer bereits bestehenden Gesellschaft.

## 2. Beschlussfassung und Zeitpunkt

Der Wechsel der Währung des Aktienkapitals in eine Fremdwährung bedarf eines Beschlusses der Generalversammlung mit einer qualifizierten Mehrheit von zwei Drittel der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte.<sup>11</sup> Die Umsetzung obliegt dann dem Verwaltungsrat, welcher (i) festzustellen hat, dass die Voraussetzungen für die Einführung des Aktienkapitals in einer Fremdwährung gemäss Art. 621 Abs. 2 nOR erfüllt sind, (ii) den angewandten Umrechnungskurs festhalten muss und (iii) die Statutenanpassung vornimmt (ähnlich wie der Feststellungs- und Statutenänderungsbeschluss bei einer Kapitalerhöhung). Da es sich um eine Statutenänderung handelt, sind sowohl der Beschluss der Generalversammlung als auch die Beschlüsse und Feststellungen des Verwaltungsrats öffentlich zu beurkunden.<sup>12</sup>

Gemäss Art. 621 Abs. 3 nOR *kann* die Generalversammlung den Wechsel der Währung des Aktienkapitals auf den Beginn eines Geschäftsjahres beschliessen. Entgegen der „kann“-Vorschrift sehen die Materialien vor, dass der Wechsel *stets* auf den Beginn eines Geschäftsjahres zu erfolgen hat, wobei der Wechsel entweder rückwirkend auf den Beginn des laufenden Geschäftsjahres oder prospektiv auf den Beginn des nächsten Geschäftsjahres erfolgen kann.<sup>13</sup> Dabei geht es um den Zeitpunkt des Wechsels für Rechnungslegungszwecke.<sup>14</sup> Während der Vorentwurf der Handelsregisterverordnung<sup>15</sup> noch verlangte, dass im Beschluss der Generalversammlung das Geschäftsjahr, auf dessen

---

<sup>10</sup> Entsprechend sieht auch die Botschaft vor, dass das Handelsregisteramt nur einschreiten muss, wenn offensichtlich ein falscher Umrechnungskurs angewandt wurde (siehe BBl 2017, 481).

<sup>11</sup> Art. 704 Abs. 1 Ziff. 9 nOR.

<sup>12</sup> Art. 621 Abs. 3 nOR.

<sup>13</sup> BBl 2017, 482; EJPD, Erläuternder Bericht zur Änderung der Handelsregisterverordnung 2021, 11.

<sup>14</sup> Vgl. Kägi/Studer/Tsün, 169 f. zur Unterscheidung zwischen der Wirkung für Rechnungslegungszwecke und der zivilrechtlichen Wirksamkeit der damit verbundenen Statutenänderung.

<sup>15</sup> Art. 59d Abs. 2 lit. b des Vorentwurfs der Handelsregisterverordnung vom 17. Februar 2021 (VE HRegV).

Beginn der Wechsel der Währung erfolgen soll, festzulegen ist, verzichtet Art. 45b nHRegV auf ein solches Erfordernis. Obwohl nicht mehr ausdrücklich verlangt, muss der Beschluss der Generalversammlung über den Wechsel der Währung den Zeitpunkt des Wechsels festlegen. Dabei ist unseres Erachtens auch eine Delegation der Festlegung des Zeitpunkts an den Verwaltungsrat möglich. Nachdem die Handelsregisterverordnung in dieser Hinsicht nun mehr Spielraum lässt und damit auch ein Wechsel der Währung während eines Geschäftsjahres denkbar wäre, bleibt abzuwarten, ob die Handelsregisterbehörden aufgrund der Kritik gewisser Autoren<sup>16</sup> in Bezug auf den Zeitpunkt des Wechsels mehr Flexibilität gewähren.

### 3. Wahl des Umrechnungskurses

Wie bereits erwähnt, hat der Verwaltungsrat den angewandten Umrechnungskurs im Feststellungs- und Statutenänderungsbeschluss festzuhalten.<sup>17</sup> Dabei ist der Umrechnungskurs abhängig vom Zeitpunkt des Wechsels zu bestimmen:

- Bei einem rückwirkenden Wechsel auf den Beginn des laufenden Geschäftsjahres kommt sowohl der Umrechnungskurs am letzten Bilanzstichtag als auch der Umrechnungskurs im Zeitpunkt des Beschlusses der Generalversammlung bzw. des Feststellungs- und Statutenänderungsbeschlusses des Verwaltungsrats in Frage.
- Bei einem prospektiven Wechsel auf den Beginn des folgenden Geschäftsjahres wäre es möglich, den Umrechnungskurs in abstrakter Weise durch die Generalversammlung bestimmen zu lassen (z.B. „der von der ESTV publizierte tagesaktuelle Devisenkurs am 31. Dezember 2023“). In einem solchen Fall bietet es sich jedoch an, die Festlegung des Umrechnungskurses an den Verwaltungsrat zu delegieren.<sup>18</sup>

Bei Anwendung von üblichen Umrechnungskursen mit vier bis fünf Stellen nach dem Komma ist eine Rundung des Ergebnisses in der Praxis fast unumgänglich. Als Beispiel nehmen wir eine Gesellschaft mit einem Aktienkapital von CHF 200'000, eingeteilt in 4 Millionen Aktien mit einem Nennwert von je CHF 0.05. Wird das Aktienkapital zum Wechselkurs am 1. Januar 2022 von 1 zu 0.9461<sup>19</sup> in Euro umgerechnet, resultiert ein Aktienkapital von EUR 192'820,

---

<sup>16</sup> Vgl. Kägi/Studer/Tsün, 170.

<sup>17</sup> Art. 621 Abs. 3 nOR.

<sup>18</sup> Vgl. auch Kägi/Studer/Tsün, 170 f.

<sup>19</sup> Vgl. Währungsrechner der SIX unter <<https://www.six-group.com/de/products-services/the-swiss-stock-exchange/market-data/news-tools/currency-converter.html>>.

eingeteilt in 4 Millionen Aktien mit einem Nennwert von je EUR 0.048205. Will die Gesellschaft das Aktienkapital auf maximal drei Stellen nach dem Komma runden, hat sie folgende Möglichkeiten:

- Abrunden des Nennwerts pro Aktie auf EUR 0.048 ergibt ein Aktienkapital von EUR 192'000 (Differenz von EUR 820.00 oder 0.43%); oder
- Aufrunden des Nennwerts pro Aktie auf EUR 0.049 ergibt ein Aktienkapital von EUR 196'000 (Differenz von EUR 3'180.00 oder 1.65%).

Gemäss Botschaft darf der Wechsel der Währung nicht zu einer verdeckten Kapitalerhöhung oder -herabsetzung führen. Die Differenz sei über eine Kapitalerhöhung bzw. eine Kapitalherabsetzung auszugleichen. Der einfache Währungswechsel sei nur möglich, wenn nach dem aktuellen Wechselkurs umgerechnet werde.<sup>20</sup> Im vorliegenden Beispiel wäre daher die Gesellschaft beim Abrunden gezwungen trotz der geringen Differenz ein Kapitalherabsetzungsverfahren durchzuführen, einschliesslich Schuldenruf (Art. 653k nOR) und Einholen einer Prüfungsbestätigung (Art. 653m nOR). Dieser Aufwand erscheint zumindest beim Abrunden im Falle einer marginalen Differenz<sup>21</sup> nicht als angemessen und würde in der Praxis Gesellschaften dazu zwingen, auf eine Rundung zu verzichten und stattdessen einen Nennwert pro Aktie mit einer absurden Anzahl Stellen nach dem Komma zu akzeptieren. Es wäre daher zu begrüssen, wenn die Handelsregisterpraxis ein angemessenes Abrunden nicht den Anforderungen der Kapitalherabsetzung unterstellt, da es zu keiner Entnahme von Mitteln kommt und die Gläubigerinteressen bei einer solchen Rundung nicht tangiert werden.

Wird dennoch eine formelle Kapitalerhöhung oder -herabsetzung verlangt, sollte die Generalversammlung zusammen mit dem Wechsel der Währung des Aktienkapitals auch die Schaffung (bzw. Erneuerung) des Kapitalbands für den Zweck der Ausgleichung von Rundungsdifferenzen beschliessen. Da eine Erhöhung des Nennwerts der Liberierung bedarf, ist eine solche kaum praktikabel, sofern diese nicht aus frei verwendbarem Eigenkapital erfolgen kann. Die Herabsetzung des Nennwerts mit Zuweisung an die Kapitaleinlagereserven ist daher naheliegend, bedarf aber der zeitlichen Koordination und – beim retrospektiven Wechsel – eines vorgelagerten Schuldenrufs, damit die Eintragung des Währungswechsels nicht durch das Kapitalherabsetzungsverfahren verzögert wird.<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> BBl 2017, 483; vgl. auch EJPD, Erläuternder Bericht zur Änderung der Handelsregisterverordnung 2021, 11.

<sup>21</sup> Beim Abrunden auf vier Stellen nach dem Komma (EUR 0.0482) wäre die Differenz des Aktienkapitals in diesem Beispiel sogar nur EUR 20.

<sup>22</sup> Dazu ausführlich Kägi/Studer/Tsün, 171 f.

#### 4. Bedeutung in der Praxis

Das Aktienkapital in Fremdwährung hat zur Folge, dass sämtliche kapitalbezogenen Aspekte ausschliesslich aufgrund der handelsrechtlichen Jahresrechnung (bzw. eines handelsrechtlichen Zwischenabschlusses) in Fremdwährung zu beurteilen sind.<sup>23</sup> In Bezug auf die Einhaltung der Kapitalschutzvorschriften ist insbesondere Folgendes zu beachten:

- *Reservenbildung*: Die Bildung von Reserven (gesetzliche Kapitalreserve gemäss Art. 671 nOR, gesetzliche Gewinnreserve gemäss Art. 672 nOR und freiwillige Gewinnreserven gemäss Art. 673 nOR) erfolgt in der Währung des Aktienkapitals.
- *Liberierung*: Bei der Gründung sowie bei einer Kapitalerhöhung gilt das Verbot der Unterpariemission nach Art. 624 OR auf Basis der Währung des Aktienkapitals. Entsprechend der bisherigen Praxis der Handelsregisterbehörden kann die Liberierung in der Währung des Aktienkapitals sowie in anderen zum Aktienkapital frei konvertierbaren Währungen erfolgen.<sup>24</sup> Bei einem Aktienkapital in Fremdwährung kann die Liberierung von neuen Aktien auch in Schweizer Franken bzw. durch Verrechnung einer Forderung in Schweizer Franken erfolgen. Für die Feststellung der Gründer bzw. des Verwaltungsrats bei einer Kapitalerhöhung, dass die geleisteten Einlagen die gesetzlichen und statutarischen Anforderungen erfüllen, ist auf den Zeitpunkt des Errichtungsaktes bzw. des Feststellungsbeschlusses abzustellen.<sup>25</sup> Dabei kommt den Gründern bzw. dem Verwaltungsrat aber ein gewisses Ermessen zu, welchen Umrechnungskurs<sup>26</sup> sie verwenden und auf welchen Zeitpunkt (z.B. Tagesschlusskurs des Vortrages oder Eröffnungskurs am Tag des Beschlusses) sie diesen abrufen, solange ein vernünftiger zeitlicher Bezug zum Errichtungsakt bzw. dem Feststellungsbeschluss besteht.<sup>27</sup> Wie bei der Einhaltung des Gegenwertes von mindestens CHF 100'000 beim Wechsel in eine Fremdwährung sollte die Kognition der Handelsregisterbehörden auf eine formelle Prüfung der notwendigen Angaben beschränkt sein.<sup>28</sup>

---

<sup>23</sup> BBl 2017, 430 und 480.

<sup>24</sup> Art. 633 Abs. 3 nOR hat diese Praxis nun in währungsneutraler Form kodifiziert.

<sup>25</sup> Neu ausdrücklich in Art. 629 Abs. 2 Ziff. 3 nOR bzw. Art. 652g Abs. 1 Ziff. 3 nOR geregelt.

<sup>26</sup> Als Informationsgrundlage kommen z.B. die Informationssysteme von Reuters oder Bloomberg, der Währungsrechner einer Bank oder eines Handelsplatzes wie der SIX Swiss Exchange oder ein von der ESTV publizierter Kurs in Frage.

<sup>27</sup> So auch Kägi/Studer/Tsün, 176 f.

<sup>28</sup> Siehe oben, [II.1](#).

- *Ausschüttungen*: Dividenden dürfen gemäss Art. 675 OR nur aus dem Bilanzgewinn und aus hierfür gebildeten Reserven ausgeschüttet werden. Zudem ist die Rückzahlung der gesetzlichen Kapitalreserve auf die Summe der gesetzlichen Kapital- und Gewinnreserven, abzüglich allfälliger Verluste, welche die Hälfte (bzw. bei Holdinggesellschaften 20 Prozent) des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals übersteigen, beschränkt.<sup>29</sup> Eine Gesellschaft mit handelsrechtlicher Jahresrechnung (bzw. Zwischenabschluss) und Aktienkapital in Fremdwährung kann bei Ausschüttungen in derselben Fremdwährung die Ausschüttungssperre ohne Weiteres auf Basis dieser Fremdwährung bestimmen.<sup>30</sup>
- *Aktienrückkäufe*: Ob ausreichend frei verwendbares Eigenkapital für den Erwerb von eigenen Aktien vorhanden ist,<sup>31</sup> ist ebenfalls anhand der handelsrechtlichen Jahresrechnung und dem Aktienkapital in Fremdwährung zu bestimmen, ohne dass eine Umrechnung erforderlich ist.

## 5. Steuerliche Behandlung

Bei Buchführung, Rechnungslegung und Aktienkapital in der für die Geschäftstätigkeit wesentlichen Fremdwährung ist für Steuerzwecke nach wie vor eine Umrechnung der für die Steuererklärung relevanten Beträge in Schweizer Franken erforderlich. Gemäss Botschaft kann dies mittels eines einfachen mathematischen Dreisatzes erfolgen.<sup>32</sup> Der steuerbare Reingewinn ist basierend auf dem durchschnittlichen Devisenkurs (Verkauf) der Steuerperiode umzurechnen, während für das steuerbare Eigenkapital der Devisenkurs (Verkauf) am Ende der Steuerperiode massgebend ist.<sup>33</sup>

Bisher mussten Kapitaleinlagen in Fremdwährung auch bei Buchführung in einer funktionalen Währung zwecks Bestätigung von steuerlich anerkannten Reserven aus Kapitaleinlagen (KER) durch die ESTV zum Tageskurs in Schweizer Franken umgerechnet werden.<sup>34</sup> Neu werden Reserven aus Kapitaleinlagen nach dem Wechsel des Aktienkapitals in eine Fremdwährung ebenfalls in die-

---

<sup>29</sup> Art. 671 Abs. 2 nOR.

<sup>30</sup> Ausführlich zu den verschiedenen Szenarien Kägi/Studer/Tsün, 179 ff.

<sup>31</sup> Art. 659 Abs. 1 nOR.

<sup>32</sup> BBl 2017, 480.

<sup>33</sup> Art. 80 Abs. 1<sup>bis</sup> des Bundesgesetzes über die direkte Bundessteuer vom 14. Dezember 1990 in Kraft ab 1. Januar 2023 (nDBG, SR 642.11) und Art. 31 Abs. 3<sup>bis</sup> und Abs. 5 des Bundesgesetzes über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden vom 14. Dezember 1990 in Kraft ab 1. Januar 2023 (Steuerharmonisierungsgesetz, nStHG, SR 642.14).

<sup>34</sup> Ziff. 2.1 des Kreisschreibens Nr. 29b der ESTV.

ser Fremdwährung von der ESTV bestätigt. Beim Wechsel des Aktienkapitals in eine Fremdwährung wird die Umrechnung der bereits von der ESTV bestätigten Reserven aus Kapitaleinlagen in die gewählte Fremdwährung von der ESTV ebenfalls bestätigt werden müssen.<sup>35</sup>

### III. Neue Möglichkeiten bei Finanzierungsrunden

Ein wichtiges Ziel der Aktienrechtsrevision war es, für Unternehmen bei der Kapitalbeschaffung mehr Flexibilität zu schaffen und für mehr Rechtssicherheit zu sorgen.<sup>36</sup> Dieses Ziel wurde nur beschränkt erreicht, weshalb es wichtig ist, den Handlungsspielraum durch das mit dem neuen Recht eingeführte Kapitalband sowie den erweiterten Anwendungsbereich des bedingten Kapitals in der Rechtspraxis innovativ zu nutzen.

#### 1. Vereinfachungen für die Eigenkapitalfinanzierung

##### a) Ordentliche Kapitalerhöhung

Die ordentliche Kapitalerhöhung hat im Rahmen der Aktienrechtsrevision keine grundlegenden Neuerungen erfahren. Für Finanzierungsrunden von Startups wird die ordentliche Kapitalerhöhung mit Generalversammlungsbeschluss nach Abschluss des Finanzierungsvertrages (Investment Agreement) auch zukünftig eine naheliegende Form der Kapitalerhöhung bleiben. Die Verlängerung der Frist zur Durchführung und Anmeldung beim Handelsregisteramt von drei auf sechs Monate gibt den Gesellschaften zeitlich einen grösseren Handlungsspielraum.<sup>37</sup> So kann der Generalversammlungsbeschluss auch vorgezogen werden. Auch kann die längere Umsetzungsfrist im Rahmen eines Börsengangs bei Verzögerungen aufgrund des Marktumfeldes von Vorteil sein.

Zudem wird die bereits gemäss Handelsregisterverordnung<sup>38</sup> zulässige Kapitalerhöhung mit Maximalbetrag kodifiziert.<sup>39</sup> Gemäss Botschaft handelt es sich dabei nicht um eine unzulässige Vermischung von ordentlicher Kapitalerhöhung und Kapitalband, da die Generalversammlung die Kapitalerhöhung beschliesst und den Verwaltungsrat anweist, die Erhöhung im Umfang

---

<sup>35</sup> Oesterhelt/Schreiber, 278.

<sup>36</sup> BBl 2017, 435.

<sup>37</sup> Art. 650 Abs. 3 nOR.

<sup>38</sup> Art. 47 Abs. 1 lit. a und b der Handelsregisterverordnung vom 17. Oktober 2007 (HRegV, SR 221.411).

<sup>39</sup> Art. 650 Abs. 2 Ziff. 1 und 2 nOR.



der eingegangenen Zeichnungen zu vollziehen.<sup>40</sup> Die Botschaft äussert sich nicht dazu, ob eine ordentliche Kapitalerhöhung mit Maximalbetrag auch in mehreren Tranchen durchgeführt werden kann. Gemäss der bisherigen Praxis der Handelsregisterbehörden stellt die ordentliche Kapitalerhöhung in Tranchen „einen unzulässigen Mix zwischen ordentlicher und genehmigter Kapitalerhöhung“ dar.<sup>41</sup> Die Handelsregisterbehörden stellen sich dabei auf den Standpunkt, dass der Verwaltungsrat mit der Anmeldung der ersten Tranche seine Kompetenz ausschöpft und die von der Generalversammlung beschlossene Kapitalerhöhung damit vollzogen hat.<sup>42</sup> Diese Begründung ist nicht überzeugend und die Praxis auch nicht sachgerecht, weil sie eine finanzierende Gesellschaft dazu zwingt, alle interessierten Investoren zum gleichen Zeitpunkt für eine Kapitalerhöhung aufzubieten. Wenn die Gesellschaft in einer Finanzierungsrunde auf zusätzliche Investoren warten muss, riskiert sie, diejenigen Investoren zu verlieren, welche sofort in die Gesellschaft investieren möchten. Es wäre daher zu begrüessen, wenn das EHRA diese Praxis unter dem neuen Aktienrecht entsprechend der ursprünglichen Zielsetzung des Gesetzgebers, im Bereich der Kapitalstrukturen mehr Spielraum zu schaffen, überdenkt. Wenn die Generalversammlung mehrere ordentliche Kapitalerhöhungen mit Maximalbetrag in separaten Beschlüssen mit der aufschiebenden Bedingung, dass die vorangehende Kapitalerhöhung durchgeführt wurde, beschliessen darf,<sup>43</sup> sollte der Generalversammlung unter Art. 650 nOR auch die Kompetenz zustehen, eine ordentliche Kapitalerhöhung mit Maximalbetrag in mehreren Tranchen zu genehmigen. Es handelt sich dabei nicht um eine unzulässige Kompetenzdelegation an den Verwaltungsrat, weil dieser nach wie vor verpflichtet bleibt, die Tranchen im Umfang der eingegangenen Zeichnungen zu vollziehen. Mit der entsprechenden Ermächtigung durch die Generalversammlung darf der Verwaltungsrat lediglich den Zeitpunkt der Feststellungsbeschlüsse bestimmen und damit die Anmeldung beim Handelsregister zeitlich in mehrere Schritte aufteilen.

---

<sup>40</sup> BBl 2017, 497.

<sup>41</sup> Cartier et al., 112; bestätigt in Di Sauro et al., 2.

<sup>42</sup> Schweizer, 74; Cartier et al. 112; Di Sauro et al, 2.

<sup>43</sup> Schweizer, 74, welcher dieses Vorgehen als Alternative zur genehmigten Kapitalerhöhung sieht.

## *b) Verwendung des Kapitalbands*

### *aa) Kapitalband im neuen Aktienrecht*

Im Bereich der Kapitalveränderungen ist das Kapitalband nach Art. 653s ff. nOR die wichtigste und am ausführlichsten diskutierte Neuerung des neuen Aktienrechts. Durch die Einführung einer entsprechenden Statutenbestimmung kann die Generalversammlung den Verwaltungsrat ermächtigen, während maximal fünf Jahren das Aktienkapital innerhalb der Grenzen des Kapitalbands zu erhöhen oder herabzusetzen.<sup>44</sup> Mit dem Kapitalband kann der Verwaltungsrat daher die Eigenkapitalfinanzierung entsprechend den Bedürfnissen der Gesellschaft flexibler gestalten.

Die obere und untere Grenze des Kapitalbands kann zwischen 50% und 150% des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals festgesetzt werden.<sup>45</sup> Die Generalversammlung kann den Verwaltungsrat insbesondere ermächtigen, das Aktienkapital durch die Ausgabe von Wandel- oder Optionsrechten mittels bedingten Kapitals zu erhöhen oder die Bezugsrechte der bisherigen Aktionären aus bestimmten wichtigen Gründen einzuschränken oder aufzuheben.<sup>46</sup> Durch die Aufnahme von Einschränkungen, Auflagen und Bedingungen können die Statuten die Ermächtigung des Verwaltungsrats im Rahmen des Kapitalbands aber auch beschränken.<sup>47</sup> Bei der Ausgestaltung des Kapitalbands kommt der Generalversammlung somit ein grosser Gestaltungsspielraum zu. Dieser Gestaltungsspielraum kann insbesondere für Finanzierungsrunden von Startups genutzt werden.

### *bb) Gezielter Einsatz des Kapitalbands*

Entsprechend den bisherigen Nutzungsmöglichkeiten des genehmigten Kapitals kann das Kapitalband bei Finanzierungsrunden insbesondere für mehrere zeitlich gestufte oder bedingte Tranchen eingesetzt werden:

- *Zeitlich gestufte Tranchen:* Wie oben erwähnt, kann ein Startup bei einer laufenden Finanzierungsrunde das Bedürfnis haben, nach einer ersten Kapitalerhöhung mit den bereits vorhandenen Investoren noch zusätzliche Aktien an weitere Investoren zu denselben Bedingungen oder bei einer

---

<sup>44</sup> Art. 653s Abs. 1 nOR.

<sup>45</sup> Art. 653s Abs. 2 nOR. Sofern die Gesellschaft über ein Partizipationskapital verfügt, ist dieses dem Aktienkapital zuzurechnen (Art. 656b Abs. 3 Ziff. 5 nOR).

<sup>46</sup> Art. 653t Abs. 1 Ziff. 7 und Ziff. 9 nOR.

<sup>47</sup> Art. 653s Abs. 3 i.V.m. Art. 653t Abs. 1 Ziff. 3 nOR.

Überzeichnung sogar zu einem höheren Preis auszugeben.<sup>48</sup> Die vertraglich mit den Investoren vereinbarte Option der Gesellschaft, innerhalb eines bestimmten Zeitraumes nach dem ersten Closing weitere Investoren in die Finanzierungsrunde aufzunehmen, kann durch eine zeitlich befristete Ermächtigung im Kapitalband umgesetzt werden.

- *Bedingte Tranchen:* Die Investoren können sich im Investment Agreement dazu verpflichten, beim Erreichen von gewissen Meilensteinen (z.B. die Einholung einer bestimmten Bewilligung oder das Erreichen von bestimmten klinischen Resultaten oder einer bestimmten Anzahl Nutzer) eine weitere Investition in die Gesellschaft zu tätigen. Um die Umsetzung der dafür erforderlichen Kapitalerhöhung bereits vorgängig abzusichern, können die Investoren verlangen, dass die Generalversammlung dem Verwaltungsrat mit dem Kapitalband die erforderliche Ermächtigung erteilt. Mit neu fünf Jahren bietet das Kapitalband dafür mehr Spielraum als das genehmigte Kapital. Obwohl es möglich sein sollte, Meilensteine als Bedingungen der Ermächtigung in die Statuten aufzunehmen, scheint eine solche statutarische Einschränkung aus Praktikabilitätsgründen nicht angemessen. Die entsprechenden Bedingungen sollten eher auf vertraglicher Ebene zwischen den Investoren und der Gesellschaft vereinbart werden.

Obwohl das Kapitalband mit einer maximalen Dauer von fünf Jahren viel Gestaltungsraum bietet, ist nicht davon auszugehen, dass Investoren und bestehende Aktionäre dem Verwaltungsrat mit dem Kapitalband stets völlig freie Hand lassen wollen. Die Statutenbestimmung über das Kapitalband kann entsprechend den spezifischen Bedürfnissen der Gesellschaft ausgestaltet werden. Zum Beispiel kann es in einzelne Tranchen für verschiedene Zwecke mit unterschiedlicher zeitlicher Befristung unterteilt werden. So wäre es beispielsweise denkbar, den Verwaltungsrat zu ermächtigen, im Rahmen des Kapitalbands folgende Kapitalerhöhungen vorzunehmen:

- Im Umfang von maximal 20% des Aktienkapitals darf der Verwaltungsrat neue Vorzugsaktien einer bestimmten Kategorie für weitere Investoren für einen Zeitraum von maximal sechs Monaten ausgeben.
- Im Umfang von maximal 10% des Aktienkapitals kann der Verwaltungsrat im Rahmen des Mitarbeiterbeteiligungsplanes Stammaktien oder Optionsrechte auf Stammaktien an Mitarbeitende für den maximalen Zeitraum von fünf Jahren ausgeben.

---

<sup>48</sup> Siehe oben, [III.1.a\)](#).

- Die restlichen 20% des Aktienkapitals können für die Deckung eines „Compensatory Capital Increase“<sup>49</sup> für den maximalen Zeitraum von fünf Jahren reserviert werden.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass das Kapitalband mit einem Beschluss der Generalversammlung über die Erhöhung oder Herabsetzung des Aktienkapitals sowie über die Änderung der Währung des Aktienkapitals während der Dauer des Kapitalbands dahinfällt.<sup>50</sup> Das Kapitalband muss daher bei einem solchen Beschluss der Generalversammlung gleichzeitig mit der erforderlichen Mehrheit von mindestens zwei Drittel der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte<sup>51</sup> erneuert werden, sofern es nach einer neuen Finanzierungsrunde weiterbestehen soll.

Mit dem genehmigten Kapital war es bereits bisher möglich, den Verwaltungsrat zu ermächtigen, verschiedene Kategorien von Vorzugsaktien auszugeben, sofern die mit diesen Aktien verbundenen Vorrechte in den Statuten hinreichend umschrieben waren.<sup>52</sup> Um die angestrebte Flexibilisierung der Kapitalstruktur zu erreichen, sollte der Generalversammlung mit der Ermächtigung im Rahmen des Kapitalbands ein möglichst breiter Gestaltungsspielraum gewährt werden. Zur Ausgabe von Vorzugsaktien sind insbesondere folgende Ermächtigungsklauseln im Rahmen des Kapitalbands denkbar:

- *Wahl der Aktienkategorie:* Sofern bereits verschiedene Kategorien von Vorzugsaktien in den Statuten vorgesehen sind, kann der Verwaltungsrat ermächtigt werden, innerhalb der zur Verfügung stehenden Kategorien frei zu wählen. Das Kapitalband könnte beispielsweise vorsehen, dass der Verwaltungsrat ermächtigt ist, bis zu 100'000 Vorzugsaktien der Serie A oder der Serie B auszugeben.<sup>53</sup>
- *Bestimmung der Vorrechte:* Sofern eine neue Kategorie von Vorzugsaktien bzw. deren Grenzen zumindest bestimmbar sind, sollte die Generalversammlung den Verwaltungsrat auch ermächtigen können, Vorzugsaktien

---

<sup>49</sup> Siehe unten, [III.3.a](#)).

<sup>50</sup> Art. 653v Abs. 1 nOR.

<sup>51</sup> Art. 704 Abs. 1 Ziff. 5 nOR.

<sup>52</sup> Art. 651 Abs. 3 i.V.m. Art. 650 Abs. 2 Ziff. 2 OR verlangt Anzahl, Nennwert und Art der Aktien sowie Vorrechte einzelner Kategorien. Vgl. auch Gericke, Kapitalerhöhung, 170; Liebi, Rz. 75; OFK HRegV-Vogel, Art. 50, N 53; von Planta, 313.

<sup>53</sup> Gericke, Harmonie, 128.

einer neuen Kategorie auszugeben und deren Vorrechte zu bestimmen.<sup>54</sup> Eine Statutenbestimmung könnte beispielsweise vorsehen, dass die Vorrechte der neuen Kategorie von Vorzugsaktien den Vorrechten der bestehenden Kategorien von Vorzugsaktien vorgehen, wobei die Vorrechte in Bezug auf die Dividende oder den Liquidationsanteil einen bestimmten Schwellenwert nicht überschreiten dürfen.<sup>55</sup> Die Generalversammlung könnte damit dem Verwaltungsrat den notwendigen Ermessensspielraum gewähren, um die Vorrechte der Vorzugsaktien in einer weiteren Finanzierungsrunde zu verhandeln.

Sofern die Vorzugsaktien unter dem Kapitalband Vorrechte gegenüber den bereits ausgegebenen Vorzugsaktien einräumen, bedarf die Statutenbestimmung über das Kapitalband gemäss Art. 654 Abs. 2 OR zusätzlich der Zustimmung der besonderen Versammlung der betroffenen Vorzugsaktionäre, sofern die Statuten keine abweichende Regelung vorsehen.

#### cc) *Steuerliche Behandlung des Kapitalbands*

Aus Steuersicht gilt beim Kapitalband eine Nettobetrachtung. Die Emissionsabgabe fällt erst „am Ende“ des Kapitalbands an und Zuflüsse innerhalb des Kapitalbands können entsprechend dem Nettoprinzip mit Rückzahlungen bei einer Herabsetzung innerhalb des Kapitalbands verrechnet werden.<sup>56</sup> Da das Kapitalband aber mit jeder von der Generalversammlung beschlossenen Kapitalerhöhung oder -herabsetzung wieder dahinfällt, wird erwartet, dass die ESTV bei jeder Erneuerung von einem vorzeitigen Ende des Kapitalbands ausgeht und eine Abrechnung erforderlich sein wird.<sup>57</sup>

Für die steuerliche Anerkennung von Reserven aus Kapitaleinlagen (KER) im Umfang des Agio<sup>58</sup> gilt ebenfalls das Nettoprinzip, d.h. Einlagen und Rückzahlungen während der Dauer des Kapitalbands werden nur anerkannt, soweit die

---

<sup>54</sup> A.M. Büchler, Rz. 290, wonach für eine neue Aktienkategorie die Vorrechte in den Statuten aufzuführen sind. Schenker, 174, geht davon aus, dass die Ermächtigung zur Ausgabe von Vorzugsaktien ausdrücklich festgehalten werden muss, ohne die Anforderungen dafür weiter zu präzisieren.

<sup>55</sup> Vgl. auch Gericke/Madani, 742 f.

<sup>56</sup> Art. 7 Abs. 1 lit. f und Art. 9 Abs. 3 des Bundesgesetzes über die Stempelabgaben vom 27. Juni 1973 in Kraft ab 1. Januar 2023 (nStG, SR 641.10).

<sup>57</sup> Oesterhelt/Schreiber, 273 f.

<sup>58</sup> Erlös bei der Ausgabe von Aktien, welcher den Nennwert und die Ausgabekosten übersteigt (Art. 671 Abs. 1 Ziff. 1 nOR).

Einlagen die Rückzahlungen übersteigen.<sup>59</sup> Die Kapitalherabsetzung im Rahmen des Kapitalbands kann für Private Equity- und Venture Capital-finanzierte Gesellschaften insbesondere im Zusammenhang mit dem Erwerb von Mitarbeiteraktien relevant sein.<sup>60</sup> Die gesetzliche Regelung unterscheidet aber nicht, ob im Falle einer solchen Kapitalherabsetzung die Rückzahlungen aus KER oder aus übrigen Reserven erfolgen. Steuerlich kann dies aber eine Rolle spielen.<sup>61</sup>

## 2. Hybride Finanzierungsformen

Von Venture Capital Investoren finanzierte Gesellschaften verwenden oft auch Wandeldarlehen, sei es zwecks Überbrückung von Finanzierungsengpässen bis zur nächsten Finanzierungsrunde oder als Finanzierungsinstrument für Unternehmen in der Anfangsphase. Dies hat eine Working Group des SECA Legal & Tax Chapter veranlasst, im März 2022 erstmals Vorlagen für Wandeldarlehensverträge zu publizieren.<sup>62</sup> Wandeldarlehen werden oft so ausgestaltet, dass diese ähnlich wie die in den USA bekannten KISS- und SAFE-Instrumente<sup>63</sup> bei der nächsten Finanzierungsrunde in Vorzugsaktien derselben Kategorie gewandelt werden, welche an Investoren in dieser Finanzierungsrunde ausgegeben werden.

Warrants sind ein weiteres Instrument, auf welches sowohl im Venture Capital- als auch im Private Equity-Bereich gerne zurückgegriffen wird, um beispielsweise Differenzen bei Bewertungsfragen zu überbrücken oder zukünftige Finanzmittel zu sichern. Dabei erhalten die Investoren das Recht, zusätzliche Aktien zu einem bestimmten oder bestimmbaren Preis innerhalb eines vereinbarten Zeitraums bzw. beim Eintritt von bestimmten Bedingungen zu erwerben.

Sowohl bei Wandeldarlehen als auch bei Warrants stellt sich die Frage, wie die Gesellschaft bei Wandlung bzw. Ausübung die erforderliche Anzahl Aktien bereitstellen kann und ob die Instrumente mit bedingtem Kapital und/oder einem Kapitalband unterlegt werden sollen. Bei einer Kombination des be-

---

<sup>59</sup> Art. 5 Abs. 1<sup>septies</sup> des Bundesgesetzes über die Verrechnungssteuer vom 13. Oktober 1965 in Kraft ab 1. Januar 2023 (Verrechnungssteuergesetz, nVStG, SR 642.21).

<sup>60</sup> Siehe unten, [V.1.a](#)).

<sup>61</sup> Ausführlich Oesterhelt/Schreiber, 275 ff.

<sup>62</sup> Die SECA CLA Model Documentation umfasst sowohl ein Term Sheet als auch einen Wandeldarlehensvertrag, jeweils in einer langen und einer kurzen Version (vgl. <https://www.seca.ch/Templates/Templates/Convertible-Loans-Model-Documentation.aspx>).

<sup>63</sup> Ausführlich dazu Gericke/Marti, 76 ff.

dingten Kapitals gemäss Art. 653 ff. nOR mit einem Kapitalband, welches die Ermächtigung des Verwaltungsrats zur Erhöhung mit bedingtem Kapital gemäss Art. 653t Abs. 1 Ziff. 9 nOR beinhaltet, können Gesellschaften neu bedingtes Kapital in der Höhe von total maximal 100%<sup>64</sup> des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals zur Unterlegung von solchen Instrumenten schaffen.

a) *Absicherung des Wandeldarlebens*

Sofern die Aktienkategorie, welche bei Wandlung eines Wandeldarlebens oder Ausübung eines Warrants ausgegeben werden muss, vorgängig bestimmt ist, kommen sowohl das bedingte Kapital als auch das Kapitalband zwecks Unterlegung in Frage. Wie bereits erwähnt, bietet das Kapitalband u.E. zusätzlich die Möglichkeit, die Kompetenz zur Bestimmung der Vorrechte einer neuen Aktienkategorie innerhalb der in den Statuten vorgegebenen Rahmenbedingungen an den Verwaltungsrat zu delegieren.<sup>65</sup> Damit wäre es beispielsweise möglich, die durch eine neue Finanzierungsrunde ausgelöste Wandlung eines Wandeldarlebens mit dem Kapitalband abzusichern und, sofern ausreichend, die gesamte Kapitalerhöhung für die Finanzierungsrunde mit dem Kapitalband vorzunehmen. Somit könnte bei einer kleineren Finanzierungsrunde auf eine ordentliche Kapitalerhöhung mit erneuter Genehmigung durch die Generalversammlung verzichtet und dem Verwaltungsrat mehr zeitliche Flexibilität bei der Kapitalbeschaffung gewährt werden.

Gemäss Art. 653 Abs. 3 nOR sind die Bestimmungen über das bedingte Kapital neu ausdrücklich auch auf die Unterlegung von Wandel- und Erwerbspflichten entsprechend der bisherigen Rechtspraxis anwendbar.<sup>66</sup> Die Umsetzung von Wandeldarlehen mit Pflichtwandlung bei bestimmten Ereignissen wie eine nächste Finanzierungsrunde oder eine Akquisition kann somit direkt über das bedingte Kapital innerhalb oder ausserhalb des Kapitalbands abgesichert werden.

---

<sup>64</sup> Das bedingte Kapital darf die Hälfte des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals nicht übersteigen (Art. 653a Abs. 1 OR). Die obere Grenze des Kapitalbands darf das im Handelsregister eingetragene Aktienkapital höchstens um die Hälfte übersteigen (Art. 653s Abs. 2 nOR).

<sup>65</sup> Siehe oben, [III.1.b\)bb\)](#).

<sup>66</sup> Gericke et al., Neues Aktienrecht, 328.

b) *Statutenpublizität bei der Verrechnungsliberierung?*

Gemäss Art. 634a Abs. 3 nOR muss bei der Liberierung durch Verrechnung neu in den Statuten (i) der Betrag der zur Verrechnung gebrachten Forderung, (ii) der Name des Aktionärs sowie (iii) die ihm zukommenden Aktien angegeben werden. Die Botschaft meint dazu, es lasse sich eine andere Regelung als bei der Sacheinlage nicht begründen und die neuen Publizitätsvorschriften würden die Transparenz für Gläubiger sowie Investoren verbessern.<sup>67</sup> Diese Ausdehnung der Statutenpublizität auf die Verrechnungsliberierung ist zu bedauern, da sie keinem Bedürfnis der Rechtspraxis entspricht, der Gesellschaft unnötigen Mehraufwand beschert und dem Grundsatz der Anonymität der Aktiengesellschaft widerspricht. Dem Schutzbedürfnis von Gläubigern und Investoren war bereits unter dem bisherigen Aktienrecht mit der Handelsregisterpublizität und dem Erfordernis der Offenlegung im Gründungs- bzw. Kapitalerhöhungsbericht mit Prüfungsbestätigung<sup>68</sup> genüge getan.<sup>69</sup> Unnötig scheint auch das neue Erfordernis, im Generalversammlungsbeschluss bei der ordentlichen Kapitalerhöhung bzw. im Durchführungsbeschluss des Verwaltungsrats bei der Kapitalerhöhung innerhalb des Kapitalbands dieselben Angaben zu machen.<sup>70</sup>

Die Verrechnungsliberierung ist damit unter dem neuen Aktienrecht sowohl für die Gesellschaft als auch für die Gläubiger von Wandeldarlehen mit neuen Offenlegungspflichten verbunden, welche eine abschreckende Wirkung auf Investoren haben könnten. Um das in der Praxis für Startups wichtige Finanzierungsinstrument der Wandeldarlehen zu erhalten, wäre es daher zu begrüssen, wenn die Handelsregisterbehörden ähnlich wie bei der Sacheinlage auch alternative Lösungen zur Offenlegung der Namen zulassen. Eine Option ist die Verwendung einer Sammelbezeichnung (z.B. „Gläubiger der Gesellschaft unter dem Wandeldarlehensvertrag vom 15. August 2022“). Alternativ kommt auch die Abtretung der Darlehensforderungen an einen „fiduziari-schen“ Gläubiger in Frage, welcher die Aktien zeichnet, durch Verrechnung liberiert und anschliessend wieder auf die ursprünglichen Gläubiger überträgt.<sup>71</sup>

Die Bestimmungen über das bedingte Kapital sehen hingegen weder ausdrücklich noch durch Verweis auf Art. 634a nOR das Erfordernis der Statutenpublizität vor. Art. 653 Abs. 3 nOR wurde lediglich sprachlich leicht angepasst, beruht aber weiterhin auf dem Prinzip, dass beim bedingten Kapital die Li-

---

<sup>67</sup> BBl 2017, 493.

<sup>68</sup> Art. 635 i.V.m. Art. 635a OR bzw. Art. 652 Ziff. 2 i.V.m. Art. 652f OR.

<sup>69</sup> Vgl. auch Gericke et al., Aktienrechtsentwurf 2016, 27.

<sup>70</sup> Art. 650 Abs. 2 Ziff. 5 nOR bzw. Art. 653u Abs. 2 und Abs. 5 i.V.m. Art. 650 Abs. 2 nOR.

<sup>71</sup> Vgl. zur Sacheinlage BSK OR II-Zindel/Isler, Art. 650, N 20.



berierung entweder durch Einzahlung in bar oder durch Verrechnung erfolgt. Bei der nachträglichen Feststellung der Kapitalerhöhung aus bedingtem Kapital durch den Verwaltungsrat gemäss Art. 653g nOR werden im Falle der Verrechnung auch keine weiteren Offenlegungspflichten auferlegt. Die Statutenpublizität wäre bei bedingtem Kapital in der Praxis oft auch nicht praktikabel, wenn dieses zwecks Unterlegung einer Wandelanleihe oder eines Wandeldarlehens mit einer Vielzahl von Gläubigern verwendet wird. Die Statutenpublizität sollte daher bei Kapitalerhöhungen aus dem bedingten Kapital weder innerhalb noch ausserhalb des Kapitalbandes Anwendung finden.<sup>72</sup>

### c) *Flexibilität bei der Form der Ausübung*

Zu begrüssen ist die Flexibilisierung bei den Formvorschriften im Zusammenhang mit der Ausübung von Wandel- und Optionsrechten unter dem bedingten Kapital. Die Form der Ausübung muss zwar neu in den Statuten angegeben werden.<sup>73</sup> Eine schriftliche Ausübungserklärung ist aber nicht mehr zwingend erforderlich.<sup>74</sup> Die Statuten können daher neu vorsehen, dass Wandel- und Optionsrechte auch in elektronischer Form (z.B. per E-Mail oder durch elektronisches Akzept) ausgeübt werden können.<sup>75</sup>

## 3. Weitere Einsatzmöglichkeiten des bedingten Kapitals

Das bedingte Kapital wurde im Rahmen der Aktienrechtsrevision grundsätzlich beibehalten.<sup>76</sup> Punktuelle Anpassungen und Präzisierungen haben zu verschiedenen Verbesserungen geführt, insbesondere um die gesetzlichen Bestimmungen an die gelebte Rechtspraxis anzugleichen.<sup>77</sup> Eine wichtige Anpassung ist die Erweiterung des Personenkreises, welchem das Recht auf den Bezug von neuen Aktien eingeräumt werden kann. Neben Gläubigern von Anlehensobligationen oder ähnlichen Optionen sowie Arbeitnehmern nennt Art. 653 Abs. 1 nOR neu ausdrücklich Aktionäre, Mitglieder des Verwaltungsrats sowie allgemein Dritte. Es stellt sich daher die Frage, inwiefern dieser erweiterte Anwendungsbereich zusammen mit der Möglichkeit, bedingtes Kapital in Kombination mit dem Kapitalband von bis zu 100% des Aktienkapitals zu schaffen, in der Praxis genutzt werden kann.

---

<sup>72</sup> Vgl. auch Reutter/Hammer, 306 f.

<sup>73</sup> Art. 653b Abs. 1 Ziff. 7 nOR.

<sup>74</sup> Bisher Art. 653e Abs. 1 OR.

<sup>75</sup> BBl 2017, 503.

<sup>76</sup> BBl 2017, 501.

<sup>77</sup> Vgl. Gericke et al., Neues Aktienrecht, 328 f.

a) *Compensatory Capital Increase*

Bei Finanzierungsrunden ist es üblich, dass Venture Capital Investoren Zusicherungen über die Gesellschaft im Investment Agreement verlangen. Sofern sich diese Zusicherungen später als unrichtig erweisen, erwarten Investoren eine Schadloshaltung für den ihnen daraus erwachsenen Schaden. In der Praxis werden diese Zusicherungen oft von der Gesellschaft abgegeben und die Schadloshaltung durch eine kompensierende Kapitalerhöhung (sog. *Compensatory Capital Increase*) abgesichert. Den Investoren wird dabei ein vertraglicher Anspruch auf die Zeichnung von zusätzlichen Aktien zum Nennwert im Umfang des Schadens bzw. der reduzierten Bewertung infolge der Verletzung der Zusicherungen eingeräumt.<sup>78</sup>

Grundsätzlich sollte es möglich sein, einen *Compensatory Capital Increase* mit bedingtem Kapital innerhalb oder ausserhalb des Kapitalbandes abzusichern und zu bedienen.<sup>79</sup> Die Schwierigkeit liegt jedoch darin, dass der Anspruch des Investors auf den *Compensatory Capital Increase* in der Regel nicht automatisch anerkannt wird. Vielmehr muss die Gesellschaft im Rahmen des Prozesses über die Meldung einer Zusicherungsverletzung, eine solche Verletzung bzw. den daraus resultierenden Schaden bestreiten können. Das bedingte Kapital scheint daher aus Praktikabilitätsgründen wenig geeignet, um einen *Compensatory Capital Increase* umzusetzen.

b) *Verwässerungsschutz*

Venture Capital Investoren verlangen in der Regel die Aufnahme einer Verwässerungsschutzklausel im Aktionärbindungsvertrag, welche sie im Falle einer sog. „Down Round“ gegen eine Wertverwässerung schützt. Diese Verwässerungsschutzklauseln sind im Schweizer Markt in der Regel so ausgestaltet, dass sie den Investoren das vertragliche und allenfalls statutarische Recht auf Zeichnung von zusätzlichen Aktien (sog. *Anti-Dilution Shares*) zum Nennwert gewähren. Dieses Recht wird ausgelöst, sofern bei einer späteren Finanzierungsrunde Aktien zu einem tieferen Ausgabepreis als in der vorangegangenen Finanzierungsrunde ausgegeben werden. Die Anzahl der *Anti-Dilution Shares*

---

<sup>78</sup> Ausführlich dazu Philippin/Loepfe, 299 ff.; Toral/Jaccard, 273 ff.

<sup>79</sup> Ebenso Toral/Jaccard, 275 f., wobei sie das Risiko primär in der verunglückten und im Rahmen der Aktienrechtsrevision nicht angepassten Formulierung von Art. 653b Abs. 3 nOR (Nichtigkeit bei Einräumung von Wandel- oder Optionsrechten vor Eintragung im Handelsregister) sehen.

wird dabei über eine Formel festgelegt, welche sicherstellen soll, dass der Investor durch die zusätzlichen Aktien einen Durchschnittspreis für seine Aktien erhält, welcher die tiefere Bewertung infolge der Down Round widerspiegelt.<sup>80</sup>

Die Absicherung der Ausgabe von Anti-Dilution Shares erfolgt in der Regel über eine vertragliche Verpflichtung aller Aktionäre, ihre Stimmrechte zugunsten der notwendigen Kapitalerhöhung auszuüben und auf ihre Bezugsrechte in Bezug auf die Anti-Dilution Shares zu verzichten. Um die oft dringende Kapitalerhöhung für die Down Round nicht zu verzögern, könnte die Ausgabe der Anti-Dilution Shares im Anschluss an die Kapitalerhöhung über das bedingte Kapital erfolgen. Über den tieferen Ausgabepreis ist der Auslöser für das Recht auf den Bezug von Anti-Dilution Shares einfach bestimmbar und die berechtigten Investoren können durch die Einzahlung des Nennwerts und Abgabe der Ausübungserklärung selbst bestimmen, wann sie die Anti-Dilution Shares zeichnen wollen. Um die Gesellschaft nicht unnötig zu belasten, sollte in einem solchen Fall eine vertragliche Befristung des Rechts auf Bezug von Anti-Dilution Shares nach einer Down Round vereinbart werden. Mit der ausdrücklichen Ausdehnung des Anwendungsbereichs des bedingten Kapitals auf Aktionäre kann die Zulässigkeit eines solchen Optionsrechts unter dem neuen Aktienrecht nicht mehr in Frage gestellt werden.

#### IV. Neue Möglichkeiten bei Buy-outs und Exits

##### 1. Befreiung vom Risiko einer (beabsichtigten) Sachübernahme bei Rückbeteiligung von Gründern oder Management

###### a) *Ersatzlose Streichung der Sachübernahmenvorschriften*

Bei einem Management Buy-out wird das Unternehmen durch einen Finanzinvestor zusammen mit dem Management und allenfalls mit den Gründern des Unternehmens erworben und weitergeführt.<sup>81</sup> Dies wird häufig wie folgt ausgestaltet: Die am Unternehmen beteiligten Manager/Gründer verkaufen ihre Aktien zusammen mit den Aktien aller anderen Aktionäre an das Special Purpose Vehicle (SPV), welches vom kaufenden Private Equity Fonds als Käufer-

---

<sup>80</sup> Ausführlich zu Verwässerungsschutzklauseln und deren Ausgestaltung Gericke, Vorzugsrechte, 132 ff.; siehe auch Ziff. 10.3.2 des Shareholders Agreement der SECA VC Model Documentation für Eigenkapitalfinanzierungen (Version large, 4. A., abrufbar unter <<https://www.seca.ch/Templates/Templates/VC-Model-Dokumentation/VC-Model-Dokumentation-Large.aspx>>).

<sup>81</sup> Eingehend zum Management Buy-out Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 455 und 482 ff.

gesellschaft gegründet worden ist. Dabei wird ein Teil der Kaufpreisforderung des Managements als Darlehen gegenüber dem SPV stehen gelassen. Das Management kauft sich sodann sog. Sweet Equity-Anteile am SPV gegen Verrechnung mit der Darlehensschuld. Oftmals wird aus verschiedenen Gründen noch eine Gesellschaft dazwischen geschoben, womit das Management letztlich an einer Gesellschaft oberhalb des SPV beteiligt wird.

Verschiedentlich sahen Verkäuferanwälte bei solchen Management Buy-outs das Risiko, dass die Kauftransaktion als (beabsichtigte) Sachübernahme i.S.v. Art. 628 Abs. 2 OR eingestuft werden könnte und deswegen die entsprechenden Rechenschafts- und Publizitätspflichten hätten eingehalten werden müssen. Die damit einhergehende Bewertung und erforderlichen Offenlegungen wollte man jedoch nicht. Auch wollte man in der Regel keine Prüfungsbestätigung über die Angemessenheit der Bewertung der zu übernehmenden Aktien einholen. Das Bundesgericht hatte in einem älteren Entscheid jedoch festgehalten, dass Sachübernahmetransaktionen, welche nicht gemäss den gesetzlichen Vorschriften offengelegt wurden, absolut nichtig seien.<sup>82</sup> Auch nach der herrschenden Lehre war das Einbringungsgeschäft bei Missachtung der Vorschriften zur Sachübernahme nichtig.<sup>83</sup> Die potenzielle Nichtigkeit der Kauftransaktion im Rahmen eines Management Buy-outs führte in der Praxis daher zu Rechtsunsicherheit und letztlich zu einem Dilemma, das am einfachsten durch Verwendung eines ausländischen SPV aufzulösen war.

Mit der (teilweisen) Revision des Aktienrechts im Jahr 2005 fand die Bestimmung der Sachübernahme zwar nur noch bei der Übernahme von Vermögenswerten von Aktionären oder einer diesen nahe stehenden Person Anwendung.<sup>84</sup> Formal stehen sich bei den beschriebenen Management Buy-outs beim Kaufgeschäft in der Regel das zu 100% dem Private Equity Fonds gehörende SPV sowie die von diesem unabhängigen Aktionäre der zu kaufenden Gesellschaft gegenüber. Die Manager oder Gründer werden meistens erst nach dem Vollzug des Verkaufs ihrer Aktien am SPV rückbeteiligt. Indessen stellte sich die Frage, ob die Manager aufgrund der beabsichtigten oder vereinbarten Rückbeteiligung als nahestehende Personen zu gelten hatten. Dies war unseres Erachtens zu verneinen, da solche Transaktionen mit dem Fondsmanagement als unabhängige Drittparteien verhandelt und damit ein Marktpreis vereinbart wurde.<sup>85</sup> Die von den Sachübernahmevorschriften anvisierte Situation eines Interessenkonflikts der kaufenden Gesellschaft konnte daher

---

<sup>82</sup> BGE 83 II 284 E. 4 S. 290.

<sup>83</sup> Siehe die zahlreichen Nachweise bei Dietschi, 204 Fn. 1190.

<sup>84</sup> Böckli, Aktienrecht, § 1 Rz. 380; Vogt, 50.

<sup>85</sup> Gl.M. Frey/Leis, 75 f.; Bösiger, 407. Wohl a.M. Käser/Gysi, 38.

ausgeschlossen werden: Das Fondsmanagement hatte insbesondere keinerlei Interesse, die Aktien zu einem über dem Marktpreis liegenden Betrag zu übernehmen. Entsprechend wurden in der Praxis die Vorschriften über die Sachübernahme nur selten umgesetzt. Das Restrisiko wurde von den Parteien in Kauf genommen oder es wurde wie erwähnt auf eine ausländische Gesellschaft ausgewichen. Dieses Restrisiko wird mit dem neuen Aktienrecht eliminiert, indem die Vorschriften zur Sachübernahme ersatzlos gestrichen werden.

#### *b) Missbräuchliche Sachübernahmen*

Da die (beabsichtigte) Sachübernahme als gesetzlich geregelter Umgehungstatbestand der Sacheinlage gilt, sind im Schrifttum bereits vereinzelte Meinungen zu finden, welche bei Umgehung der Sacheinlagevorschriften zukünftig dennoch die Regelungen über die Sacheinlage anwenden wollen.<sup>86</sup>

Das Vorliegen einer verdeckten Sacheinlage ist unseres Erachtens allerdings nur mit äusserster Zurückhaltung anzunehmen.<sup>87</sup> Wenn der Gesetzgeber die Vorschriften zur Sachübernahme ersatzlos streicht,<sup>88</sup> kann es nicht in seinem Sinne sein, wenn die Vorschriften gestützt auf allgemeine Prinzipien wieder eingeführt werden.<sup>89</sup> Art. 2 Abs. 2 ZGB sieht vor, dass nur der „offenbare Missbrauch eines Rechtes“ Konsequenzen hat. Die Hürde hierfür ist hoch und es ist fraglich, ob es sich bei den oben beschriebenen Vorgängen überhaupt um den Missbrauch eines Rechts handeln kann. In Zukunft sind denn auch indirekte Sacheinlagen grundsätzlich zulässig.<sup>90</sup>

Nach Inkrafttreten des neuen Aktienrechts mag es allenfalls in einzelnen Fällen dazu kommen, dass einer Kauftransaktion, die unter dem alten Aktienrecht als Sachübernahme qualifiziert worden wäre, die Verbindlichkeit aufgrund eines

---

<sup>86</sup> Vgl. Böckli, Aktienrechtsrevision, 142; Sethe/Fahrländer, 225.

<sup>87</sup> So auch Gericke et al., Aktienrechtsentwurf 2016, 27; von der Crone, Rz. 245; von der Crone/Angstmann, 4 f.

<sup>88</sup> Vgl. BBl 2017, 434: „Die bestehenden Schutzmechanismen, die im Entwurf sogar punktuell verschärft werden, schützen das Kapital ausreichend und werden bei der Kapitalaufbringung noch stärker disziplinierend wirken. Damit ist die ersatzlose Streichung von Artikel 628 Absatz 2 OR gerechtfertigt.“

<sup>89</sup> So auch Vischer, 184. Zutreffend von der Crone, Rz. 245: „Die Abschaffung der Sachübernahmenvorschriften macht nur Sinn, wenn die ehemalige Praxis nicht einfach durch eine Art standardmässige Umgehungsvermutung bei Sachverhalten weitergeführt wird, in denen eine Kapitalerhöhung bar liberiert wird, gefolgt von Kauf von Vermögenswerten von einem der Aktienzeichner.“

<sup>90</sup> von der Crone/Aref, 260; Facincani/Sutter, 41.

unzulässigen Inselforschäfts abgesprochen wird. Diese Art von Interessenkollision stellt sich indessen – wie erwähnt – bei Management Buy-outs durch Private Equity Fonds kaum je.

## **2. Vereinfachte Anpassung der Anzahl Aktien und der „Schwere“ einer Aktie**

Nach altem Aktienrecht musste der Nennwert jeder Aktie mindestens 1 Rappen betragen.<sup>91</sup> Somit war die Zerlegung von Aktien (sog. Aktiensplit) beschränkt, beispielsweise konnte eine Aktie mit Nennwert von 10 Rappen maximal durch 10 geteilt werden. Nicht selten führte dies bei Umtauschtransaktionen und auch bei Börsengängen zu Problemen. Beispielsweise muss in den USA eine Aktie beim IPO nach langer Tradition zu einem Preis von rund USD 20 angeboten werden. Reichte die Zerlegungsmöglichkeit nicht, so mussten daher komplizierte Umwege gefunden werden.<sup>92</sup> Nach Art. 622 Abs. 4 nOR werden neu beliebig kleine Nennwerte zulässig sein. Dadurch lassen sich Aktiensplits in Zukunft deutlich einfacher realisieren.

Auch die Zusammenlegung der Aktien, die zu „leicht“ sind, erfährt unter dem neuen Aktienrecht eine gesetzliche Erleichterung, indem sie mit qualifizierter Mehrheit statt mit Zustimmung jedes Aktionärs durchgeführt werden kann. Diese Erleichterung ist allerdings nur börsenkotierten Gesellschaften zugänglich.<sup>93</sup>

## **3. Umtausch von Vorzugsaktien in Stammaktien bei einer Exit-Transaktion mittels des Kapitalbands**

### *a) Durchführung einer solventen Harmonika*

Oft sehen Aktionärbindungsverträge bei einer Exit-Transaktion durch Verkauf oder IPO das Recht oder die Pflicht zum Wandeln von Vorzugsaktien in Stammaktien vor. Meistens wird dies durch eine Statutenänderung im Zeitpunkt, in dem diese Umwandlung stattfinden sollte, umgesetzt. Eine solche Statutenänderung bedarf jedoch einer Generalversammlung und einer besonderen Versammlung der betroffenen Vorzugsaktionäre.<sup>94</sup>

---

<sup>91</sup> Art. 622 Abs. 4 OR.

<sup>92</sup> Eine häufige Lösung bestand darin, den Nennwert der bestehenden Aktien zunächst durch Umwandlung von frei verwendbarem Eigenkapital (Art. 652d OR) zu erhöhen und anschliessend die Aktien durch einen grösseren Teiler zu teilen.

<sup>93</sup> Art. 623 Abs. 2 i.V.m. Art. 704 Abs. 1 Ziff. 2 nOR.

<sup>94</sup> Vgl. Art. 654 Abs. 3 i.V.m. Art. 654 Abs. 2 OR.

Da der Entscheid über die Wandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien somit nicht an den Verwaltungsrat delegiert werden konnte, waren die Gesellschaften auf die Vertragstreue der Gesellschaft einerseits und der Aktionäre andererseits angewiesen. Waren sie sich nicht einig, führte dies zu Verzögerungen und sog. Hold-out Problemen.

Unter dem neuen Aktienrecht kann dieser Umtausch unserer Erachtens im Rahmen des Kapitalbands durch den Verwaltungsrat alleine bewerkstelligt werden. Dabei bedient er sich des Instruments der Harmonika, d.h. einer Kapitalherabsetzung unter gleichzeitiger Heraufsetzung auf den gleichen Betrag.<sup>95</sup> So wird in einem ersten Schritt das Aktienkapital um die umzuwandelnden Vorzugsaktien heruntersgesetzt und in einem gleichzeitigen zweiten Schritt wieder auf den alten Betrag mit Stammaktien erhöht. Der Umfang der Umwandlung ist beschränkt durch die untere Grenze des Kapitalbands.<sup>96</sup>

Auch unter dem alten Recht wurde eine solche nicht sanierungsbedingte Harmonika gelegentlich genutzt, um eine unpassende Aktienstruktur aufzuheben und durch eine neue (auch mit unterschiedlichen Nennwerten) zu ersetzen. Dafür war allerdings stets die Zustimmung der betroffenen Aktionäre erforderlich.<sup>97</sup> Wie bei einer Harmonika ausserhalb des Kapitalbands müssen auch bei der Harmonika innerhalb des Kapitalbands keine Gläubigerschutzvorschriften beachtet werden, solange sich die Gesamtkapitalziffer nicht verändert.

Eine andere Frage ist, ob die Aktien „nochmals“ liberiert werden müssen. Dies ist unseres Erachtens nicht der Fall, sofern die herabgesetzten Aktien voll liberiert waren. Aus Gläubigersicht ändert sich durch die Harmonika nichts (weshalb es auch nicht notwendig ist, eine zusätzliche Liberierung zu fordern). Sollte man die Aktien dennoch liberieren wollen, kommt einerseits die Barliberierung zum Nennwert in Frage und andererseits die Verrechnungsliberierung. Im Fall der Verrechnungsliberierung würde der durch die Kapitalherabsetzung entstehende Anspruch auf Auszahlung des Nennwerts mit dem Anspruch auf Liberierung verrechnet.

---

<sup>95</sup> Vgl. Art. 653q nOR.

<sup>96</sup> Vgl. BBl 2017, 513: „Unter diese Sperrziffer darf das Aktienkapital nicht herabgesetzt werden (selbst dann nicht, wenn das Kapital im Rahmen einer Harmonika sogleich wieder erhöht wird).“

<sup>97</sup> Vgl. Botschaft des Bundesrates vom 21. Dezember 2007 über die Revision des Obligationenrechts, BBl 2008, 1589 ff., 1651 f., wonach die Aktionäre bei fehlendem Sanierungszweck der Harmonika zustimmen müssten, da „sie sonst eine Enteignung darstellt [sic] und gegen den verfassungsmässigen Schutz des Eigentums (Art. 26 BV) verstossen würde.“

b) *Vorgängige Zustimmung der Sonder- und Generalversammlung*

Gemäss Art. 654 Abs. 2 und Abs. 3 OR müssen Schlechterstellungen der Vorzugsaktionäre von einer Sonderversammlung der beeinträchtigten Vorzugsaktionäre sowie von einer Generalversammlung sämtlicher Aktionäre genehmigt werden. Dies erübrigt sich unseres Erachtens jedoch, falls die Umwandlung schon in der Beschreibung der Vorzugsrechte der Vorzugsaktionäre enthalten ist. Die Umwandlung müsste demnach entweder in der Statutenbestimmung, welche die Vorrechte darlegt, oder in der Statutenbestimmung über das Kapitalband geregelt sein. Der letztere Fall setzt voraus, dass der Einführung des Kapitalbands sowohl die Sonderversammlung der Vorzugsaktionäre als auch die Generalversammlung sämtlicher Aktionäre zustimmen. Überdies sollte unseres Erachtens auch eine Zustimmung sämtlicher Vorzugsaktionäre im Aktienbindungsvertrag genügen.

## V. Neue Möglichkeiten für PE/VC-finanzierte Gesellschaften

### 1. Rückkauf von Mitarbeiteraktien innerhalb des Kapitalbands

a) *Keine Anwendung der Erwerbsbeschränkung für eigene Aktien*

Schon unter dem alten Recht war es üblich bei sog. Share Purchase Plans und manchmal auch bei Optionsplänen für den Fall des Ausscheidens eines Mitarbeiters – sowohl bei Bad Leavers als auch Good Leavers – die Möglichkeit vorzusehen, die Aktien oder Optionen des Betreffenden zurückzukaufen. Der Rückkauf erfolgt entweder zum Zweck der Kapitalherabsetzung oder der Wiederveräusserung. Dabei ist Art. 659 OR massgebend und entsprechend kommt die dort vorgesehene 10%-Grenze zur Anwendung.

Mit dem Kapitalband sind je nach Situation Kapitalherabsetzungen und -erhöhungen von bis zu zwei Drittel des bestehenden Aktienkapitals möglich.<sup>98</sup> Der Rückkauf eigener Aktien zwecks Kapitalherabsetzung muss ebenfalls in diesem Umfang zulässig sein, weil sonst die Möglichkeit der Kapitalherabsetzung entgegen dem Gesetzeswortlaut auf 10% beschränkt bliebe. Gleiches gilt *a maiore ad minus* in Bezug auf Aktienrücknahmen mit anschliessender Wie-

---

<sup>98</sup> Wurde z.B. beim Stand eines Aktienkapitals von CHF 1 Million das Kapitalband eingeführt, so liegt die Unter- und Obergrenze des Kapitalbands bei CHF 0.5 Millionen bzw. CHF 1.5 Millionen. Beträgt das aktuelle Aktienkapital CHF 1.5 Millionen, kann dieses um CHF 1 Million bis auf 0.5 Millionen heruntersgesetzt und anschliessend wieder auf CHF 1.5 Millionen erhöht werden. Siehe auch bereits oben, [III.1.b\)aa](#)).



derausgabe, d.h. ohne formelle Kapitalherabsetzung und -erhöhung.<sup>99</sup> Dies stellt den weniger grossen Eingriff sowohl in die Aktienstruktur als auch in die Gläubigerinteressen dar. Die bisherige Kapitalziffer bleibt bestehen, womit die Schwellenwerte der Gläubigerschutzbestimmungen, welche an diese Ziffer anknüpfen,<sup>100</sup> weiterhin gelten. Zudem sorgen die Bilanzierungsregeln dafür, dass die eigenen Aktien nicht als zusätzliche Vermögenswerte in der Bilanz ausgewiesen werden. Vielmehr wird der Kaufpreis vom Eigenkapital abgezogen.<sup>101</sup>

#### *b) Steuerliche Überlegungen*

Der Rückkauf von Mitarbeiteraktien innerhalb des Kapitalbands und die etwaige Wiederausgabe der Aktien ergeben im Zusammenhang mit der Emissionsabgabe keine gesondert zu behandelnden Fragen, da die Emissionsabgabe am Ende der Laufzeit des Kapitalbands nach dem Nettoprinzip abgerechnet wird.<sup>102</sup>

Probleme können sich hingegen in Bezug auf die Verrechnungssteuer bzw. die Einkommenssteuer beim veräussernden Mitarbeiter ergeben.<sup>103</sup> Hier gilt die Praxis, dass Aktienrückkäufe, die 10% des Aktienkapitals übersteigen, im übersteigenden Umfang als faktische Teilliquidation qualifiziert werden. Um das Kapitalband auch steuerlich gangbar zu machen und die mit dem Kapitalband geschaffene Flexibilität zu wahren, ist es wichtig, dass bei Rückkäufen eigener Aktien im Rahmen des Kapitalbands keine oder zumindest keine sofortige Besteuerung erfolgt. Dem Vernehmen nach soll dies so im Rahmen des Kreisschreibens Nr. 29c umgesetzt werden.

#### *c) Veräusserungsfrist*

Eine weitere Frage ist, ob die Gesellschaften die über 10% hinaus im Rahmen des Kapitalbands zurückgekauften Aktien in Analogie zu Art. 659 Abs. 3 zwei-

---

<sup>99</sup> Die Nichtanwendung der 10%-Grenze von Art. 659 OR für Aktienrückkäufe im Rahmen des Kapitalbands wurde im Schrifttum bereits verschiedentlich diskutiert: Böckli, Aktienrecht, § 2 Rz. 52g; Gericke, Private Equity, 117 f.; Gericke, Harmonie, 128 f.; Gericke, Kapitalband, 42; Gericke, Kapitalband im Vorentwurf, 111 f., Gericke et al., Neues Aktienrecht, 327 f.; Werlen/Sulzer, 509 f.

<sup>100</sup> Vgl. z.B. Art. 725a Abs. 1 nOR.

<sup>101</sup> Vgl. Art. 659a Abs. 4 nOR.

<sup>102</sup> Art. 7 Abs. 1 lit. f und Art. 9 Abs. 3 nStG; vgl. Bertschinger/Mühlemann, 893 f. Siehe auch bereits oben, [III.1.b\)cc](#).

<sup>103</sup> Eingehend zum Ganzen Oesterheld/Schreiber, 280.

ter Satz nOR innerhalb von zwei Jahren veräussern muss. Dies ist unseres Erachtens aus teleologischen Gründen abzulehnen. Dafür muss vielmehr die zeitliche Limitation des Kapitalbands gelten.

## 2. Flexible Durchführung der Generalversammlungen

Der Zwang zu physischen Generalversammlungen unter dem alten Recht war bei Gesellschaften mit internationalem Aktionariat – wie dies im Bereich von Venture Capital oft der Fall ist – teilweise unpraktisch und unrealistisch. Es ist durchaus möglich, dass diese Gesellschaften schon über eine recht grosse Anzahl von Aktionären verfügen. Theoretisch müsste man daher auch ein genügend grosses Lokal zur Verfügung haben. In der Praxis half man sich in der Regel mit Vollmachten, womit die Generalversammlung faktisch ohne Präsenz oder nur mit der Präsenz von ganz wenigen Aktionären durchgeführt werden konnte.

Unter den Covid-Regularien wurde es möglich, die Aktionäre zu verpflichten, ihre Rechte (zwangsweise) auf schriftlichem Weg oder in elektronischer Form oder durch einen unabhängigen Stimmrechtsvertreter auszuüben.<sup>104</sup> Die schriftliche Beschlussfassung und die Möglichkeit, Generalversammlungen per Video- oder Telefonkonferenz abzuhalten, waren in Zeiten des Social Distancing zentral. Es ist zu begrüßen, dass diese Formen der Generalversammlungen und die damit einhergehende Flexibilität unter dem neuen Aktienrecht beibehalten werden.<sup>105</sup> Im Unterschied zu den Covid-Generalversammlungen muss es unter dem neuen Recht für die Aktionäre aber möglich sein, Anträge zu stellen oder Voten abzugeben. Somit kann niemand mehr gezwungen werden, ohne effektive Teilnahme an der Generalversammlung seine Stimmrechte auszuüben. Auf die Teilnahme kann aber faktisch oder explizit verzichtet werden.

### a) Virtuelle Generalversammlungen

Das neue Aktienrecht sieht u.a. die rein virtuelle Generalversammlung vor, d.h. eine Generalversammlung ohne physischen Tagungsort und somit ohne jede Möglichkeit des Aktionärs, physisch an der Generalversammlung teilzu-

---

<sup>104</sup> Vgl. Art. 27 der Verordnung 3 über Massnahmen zur Bekämpfung des Coronavirus (Covid-19) vom 19. Juni 2020 (Covid-19-Verordnung 3, SR 818.101.24).

<sup>105</sup> Unter dem neuen Aktienrecht werden vier Formen von Generalversammlungen zulässig sein: Präsenz-GV, virtuelle GV, hybride GV und schriftliche GV-Beschlüsse (siehe den Überblick bei Häusermann, 306 f.).

nehmen.<sup>106</sup> Die Durchführung einer virtuellen Generalversammlung kann flexibel gestaltet werden. Zu denken ist insbesondere an Versammlungen per Videokonferenz (z.B. Zoom) oder Telefonkonferenz. Voraussetzung ist, dass die Teilnehmer identifiziert und die Stimmabgabe korrekt erfasst werden können. D.h., der Verwaltungsrat muss die Teilnehmer (und ihre Stimmen bei Telefonkonferenz) genügend gut kennen.<sup>107</sup> Ferner erfordert die virtuelle Generalversammlung, dass den Aktionären von privaten Gesellschaften ein unabhängiger Stimmrechtsvertreter zur Verfügung gestellt wird, sofern sie nicht in den Statuten darauf verzichten. Gibt es technische Pannen, so muss die Abstimmung oder im Extremfall die ganze Versammlung wiederholt werden.<sup>108</sup> Für die virtuelle Generalversammlung ist eine statutarische Grundlage erforderlich.<sup>109</sup> Verfahrensdetails (z.B. Fristen) können teils auch reglementarisch oder per Beschluss durch den Verwaltungsrat geregelt werden.

#### *b) Zirkularbeschlüsse*

In Relativierung des bisher hoch gehaltenen Unmittelbarkeitsprinzips ist es der Generalversammlung unter dem neuen Aktienrecht erlaubt, ihre Beschlüsse schriftlich zu fassen.<sup>110</sup> Die Möglichkeit schriftlicher Beschlüsse (Zirkularbeschlüsse) war in der Vergangenheit dem Verwaltungsrat vorbehalten und wurde im Rahmen der Sonderbestimmungen im Zusammenhang mit Covid-19 erstmals auch für die Generalversammlung eingeführt.

Der Zirkularbeschluss erfolgt „auf schriftlichem Weg auf Papier oder in elektronischer Form“.<sup>111</sup> Dabei ist bei der Abstimmung „in elektronischer Form“ in analoger Anwendung der Regeln zu den Zirkularbeschlüssen des Verwaltungsrats<sup>112</sup> davon auszugehen, dass keine Unterschrift benötigt wird.<sup>113</sup> Damit ist auch eine Abstimmung per E-Mail zulässig, ohne dass eine qualifizierte elektronische Signatur verwendet werden muss.

---

<sup>106</sup> Vgl. Art. 701d nOR.

<sup>107</sup> Vgl. Art. 701e Abs. 2 nOR.

<sup>108</sup> Vgl. Art. 701f nOR. Kunz, 204 f., ist zuzustimmen, dass eine Generalversammlung nur dann nach Art. 701f Abs. 1 nOR „nicht ordnungsgemäss durchgeführt werden kann“, wenn in analoger Anwendung von Art. 691 Abs. 3 OR die technischen Probleme einen „Einfluss auf die Beschlussfassung“ hatten. So auch Enz/Hochstrasser, 727.

<sup>109</sup> Vgl. Art. 701d Abs. 1 nOR.

<sup>110</sup> Vgl. Art. 701 Abs. 3 nOR.

<sup>111</sup> Art. 701 Abs. 3 nOR.

<sup>112</sup> Vgl. Art. 713 Abs. 2 Ziff. 3 nOR. Siehe hierzu unten, [V.3](#).

<sup>113</sup> So auch Forstmoser/Küchler, Art. 701 OR Rz. 8.

Wie beim Zirkularbeschluss des Verwaltungsrats kann jeder Aktionär im konkreten Fall verlangen, dass anstelle einer schriftlichen Beschlussfassung eine mündliche Beratung stattfindet.<sup>114</sup> Der Zirkularbeschluss setzt also voraus, dass alle Aktionäre mit dieser Form der Beschlussfassung einverstanden sind.<sup>115</sup> Teilen die Aktionäre ihre Zustimmung, Ablehnung oder Enthaltung zu einem Antrag im Rahmen eines Zirkularabschlusses mit, so stimmen sie der Form der schriftlichen Beschlussfassung konkludent zu.<sup>116</sup> Es ist aber auch möglich, dass die Aktionäre an der Abstimmung selbst nicht teilnehmen, gleichwohl mit der Durchführung eines Zirkularbeschlusses einverstanden sind bzw. auf eine mündliche Beratung verzichten. Gemäss Botschaft soll in diesem Fall die ausdrückliche Zustimmung des Aktionärs zur Art der Beschlussfassung erforderlich sein.<sup>117</sup> Da man aber nicht weiss, welche Aktionäre am Beschluss tatsächlich teilnehmen werden, ist *ex ante* unklar, von wem lediglich die (ausdrückliche) Zustimmung zur Form der schriftlichen Beschlussfassung benötigt wird. Zudem ist kaum denkbar, dass ein Aktionär, der nicht am Zirkularbeschluss – nicht einmal mit einer Enthaltung – teilnehmen wird, vorgängig seine ausdrückliche Zustimmung zur Beschlussform mitteilt. Praktikabler ist, dass den Aktionären wie beim Bezugsrecht eine angemessene Frist für das Ausfüllen und die Retournierung der Stimmunterlagen eingeräumt wird. Bei demjenigen Aktionär, der nicht am Beschluss teilnimmt und auch nicht auf eine mündliche Beratung besteht, kann unseres Erachtens entgegen der Botschaft die konkludente Zustimmung zur Art der Beschlussfassung angenommen werden.<sup>118</sup>

---

<sup>114</sup> Vgl. Art. 701 Abs. 3 nOR.

<sup>115</sup> BBl 2017, 555 f. Weil die Aktionäre beim Zirkularbeschluss auf einen Teil ihrer Mitwirkungsrechte verzichten, insbesondere auf das Einsichts- und Auskunftsrecht, muss diese Form der Beschlussfassung gemäss von der Crone, Rz. 1043, „zwingend durch den Willen sämtlicher Aktionäre getragen sein.“

<sup>116</sup> Vgl. BBl 2017, 555; Müller/Akeret, 12.

<sup>117</sup> Vgl. BBl 2017, 555 f.: „Oder die Aktionärin oder der Aktionär stimmt der Art der Beschlussfassung [dem Zirkularbeschluss] ausdrücklich zu, selbst wenn sie oder er nicht aktiv daran teilnimmt.“ So auch Druey/Druey Just/Glanzmann, § 12 Rz. 57; Tanner, 594. A.M. Egginmann/Häcki/Zysset, 307 f., wonach bei einem Zirkularbeschluss alle Aktionäre ihre Stimme abzugeben hätten, es sei denn, die Einberufungsfrist von 20 Tagen sei eingehalten.

<sup>118</sup> Im Übrigen sollte die Frage, ob jemand der Form der schriftlichen Beschlussfassung zustimmt oder nicht, nicht mit der Einberufungsfrist von Art. 700 Abs. 1 OR in Verbindung gebracht werden (vgl. aber oben Fn. 117). Denn während der 20-tägigen Einberufungsfrist geht es um eine materielle Auseinandersetzung mit den anstehenden Traktanden, wobei u.a. der teilweise umfangreiche Geschäftsbericht studiert werden muss, wohingegen bei einem Zirkularbeschluss zunächst lediglich zu entscheiden ist, ob Einspruch gegen die Form der Beschlussfassung eingelegt wird oder nicht, was – wenn überhaupt – nur wenige Minuten dauern dürfte.

Die Generalversammlung fasst die Beschlüsse in der Regel mit der „Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen“.<sup>119</sup> Analog der Präsenz-GV ist auch beim Zirkularbeschluss vom Aktionär, der an der Beschlussfassung teilnehmen möchte, eine aktive Handlung zu verlangen.<sup>120</sup> Beim Zirkularbeschluss besteht diese darin, dass er die Stimmunterlagen ausfüllt und rechtzeitig retourniert. Insofern sind ohne andersweitige statutarische Regelung diejenigen Aktionäre an der Generalversammlung „vertreten“, von welchen die Gesellschaft die gültige Stimmerklärung innert Frist erhalten hat.

Zwar ist für die Durchführung einer Generalversammlung per Zirkularbeschluss keine statutarische Grundlage notwendig, gleichwohl ist die Festlegung des Verfahrens der Beschlussfassung in den Statuten zu empfehlen.

### c) Öffentliche Beurkundung von Generalversammlungsbeschlüssen

Gewisse Beschlüsse der Generalversammlung bedürfen der öffentlichen Beurkundung. Insbesondere die Sachbeurkundung, d.h. die Aufzeichnung eines tatsächlichen Vorgangs, ist bei allen Formen von Generalversammlungen möglich.<sup>121</sup>

Da bei der virtuellen Generalversammlung *per definitionem* der Tagungsort fehlt, gibt es noch offene Fragen bezüglich der örtlichen Zuständigkeit des Notars. In der Lehre wird zum einen vertreten, dass sich die notarielle Zuständigkeit nach dem Ort richte, von welchem aus der Notar an der virtuellen Generalversammlung teilnimmt.<sup>122</sup> Zum anderen wird vorgeschlagen, dass der (fiktive) Tagungsort am Aufenthaltsort des Tagungsleiters, d.h. üblicherweise des Verwaltungsratspräsidenten, bestehe.<sup>123</sup> Dabei wird dem Vorsitzenden empfohlen, sich in den Räumlichkeiten des Notars einzufinden, um etwaige Komplikationen hinsichtlich der Zuständigkeit und des Handelsregistereintrags zu vermeiden.

Um dem Sinn und Zweck der virtuellen Generalversammlung nachzukommen, muss es möglich sein, dass alle Personen von einem beliebigen Ort aus an

---

<sup>119</sup> Vgl. Art. 703 Abs. 1 OR.

<sup>120</sup> Vgl. Ernst, 170.

<sup>121</sup> Vgl. BBl 2017, 559: „Liegt hingegen [im Unterschied zur Willensbeurkundung] eine Sachbeurkundung vor – dies ist bei den Beschlüssen der GV der Regelfall –, so sind keine sachlichen Gründe erkennbar, weshalb eine virtuelle GV selbst bei Vorliegen einer Pflicht zur öffentlichen Beurkundung unzulässig sein sollte.“

<sup>122</sup> von der Crone/Bernet, 269 f.; Müller/Akeret, 17 f.

<sup>123</sup> Schister/Walker, 12 f.; Theiler, 83.

der virtuellen Generalversammlung teilnehmen können.<sup>124</sup> Insbesondere dürfen praktische Zwänge nicht dazu führen, dass die virtuelle Generalversammlung nicht wie im Gesetz angelegt durchgeführt werden kann und sich der Tagungsleiter bei beurkundungspflichtigen Beschlüssen doch physisch beim Notar einfinden muss. Vielmehr ist der vom Gesetzgeber gewollten Flexibilisierung Rechnung zu tragen und die Praxis kompatibel auszugestalten.

### 3. Formfreie Beschlussfassung im Verwaltungsrat

Schon unter dem alten Recht war es möglich, Verwaltungsratssitzungen per Zoom oder Telefon durchzuführen statt in einem physischen Meeting. Auch waren Zirkularbeschlüsse schon bisher zulässig. Unklar war allerdings, ob Zirkularbeschlüsse des Verwaltungsrats dem Schriftlichkeitserfordernis von Art. 12 ff. OR genügen müssten.<sup>125</sup> Neu steht fest, dass alle Formen der Kommunikation in Text zulässig sind, also auch die elektronische Kommunikation etwa per E-Mail oder WhatsApp; eine Unterschrift ist nicht erforderlich.<sup>126</sup>

## VI. Würdigung

Das neue Aktienrecht sieht einige Flexibilisierungen vor, welche für Private Equity und Venture Capital von Nutzen sein können. Wie weit dieser Nutzen reicht, wird sich letztlich in der Praxis zeigen. Dabei werden insbesondere die Steuerbehörden, Handelsregisterämter und Notariate eine wesentliche Rolle spielen. Bei denjenigen Punkten, bei welchen die Kompatibilität mit anderen Gesetzesbestimmungen oder der Steuerpraxis nicht im Detail geregelt wurde (wie etwa bei Aktienrückkäufen im Rahmen des Kapitalbands) ist zu hoffen, dass die Behörden versuchen werden, dem gesetzgeberischen Willen zu mehr Flexibilität durch eine liberale Praxis Rechnung zu tragen. Auch unter dem alten Aktienrecht gab es diverse Bestimmungen, die noch „unfertig“ waren, als sie das Parlament verliessen (z.B. die Regeln betreffend das bedingte Kapital). Die Praxis hat jedoch in vielerlei Hinsicht Wege gefunden, sich die Vorzüge des bedingten Kapitals trotz zahlreicher ungeklärter Fragen zunutze zu machen, wobei die einbezogenen Notariate und Handelsregisterbehörden ebenfalls zu diesen Lösungen beitrugen. Entsprechend ist die Zuversicht gross, dass die neuen Bestimmungen rasch aus den Startlöchern kommen werden und die da-

---

<sup>124</sup> Vgl. BBl 2017, 558: „Auf das Erfordernis der statutarischen Grundlage wird bei der virtuellen GV nicht verzichtet, da das Unmittelbarkeitsprinzip in physischer Hinsicht vollständig aufgehoben wird.“

<sup>125</sup> Vgl. die Auseinandersetzung bei Watter/Flückiger, 413 ff.

<sup>126</sup> Vgl. Art. 713 Abs. 2 Ziff. 3 nOR.

mit versprochene Flexibilität tatsächlich Einzug halten wird. Der vorliegende Artikel beleuchtet freilich nur einen kleinen Teil der neuen Möglichkeiten. Wie bei allen Reformen ist es die Ehre und Aufgabe der praktizierenden Anwälte, neues Recht kreativ zu nutzen und praktisch weiterzuentwickeln.

## Literaturverzeichnis

- Basler Kommentar zum schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), in: Honsell Heinrich/Vogt Nedim Peter/Watter Rolf (Hrsg.), 5. A., Basel 2016 (zit. BSK OR II-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Bertschinger Michael/Mühlemann Marco, Steuerliche Auswirkungen der Aktienrechtsrevision, StR 2020, 882 ff.
- Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4. A., Zürich 2009 (zit. Böckli, Aktienrecht).
- Böckli Peter, Kritischer Blick auf die Botschaft und den Entwurf zur Aktienrechtsrevision 2016, GesKR 2017, 133 ff. (zit. Böckli, Aktienrechtsrevision).
- Bösiger Markus, Sacheinlage- und Sachübernahmevertrag, SZW 2017, 398 ff.
- Büchler Benjamin, Das Kapitalband, Diss. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2012.
- Cartier Patricia et al., Rückblick auf die Praxis 2019 des Eidgenössischen Amtes für das Handelsregister, REPRAX 2020, 110 ff.
- Di Sauro Valerio et al., Rückblick auf die Praxis 2021 des Eidgenössischen Amtes für das Handelsregister, REPRAX 2022, 1 ff.
- Dietschi Niklaus, Beabsichtigte Sachübernahmen, Diss. St. Gallen, Zürich/St. Gallen 2012.
- Druey Jean Nicolas/Druey Just Eva/Glanzmann Lukas, Gesellschafts- und Handelsrecht, 12. A., Zürich/Basel/Genf 2021.
- Eggimann Stephanie/Häcki Kathrin/Zysset Pascal, Schriftliche Beschlüsse der Generalversammlung – überfällige Gesetzesrevision oder toter Buchstabe?, REPRAX 2020, 295 ff.
- Enz Benjamin V./Hochstrasser Michael, Technische Probleme bei der virtuellen Generalversammlung (Art. 701f revOR) – Teil 1, SJZ 2021, 719 ff.
- Ernst Wolfgang, Beschlussfassung im schriftlichen Verfahren, recht 2020, 168 ff.
- Facincani Nicolas/Sutter Reto, Schwerpunkte der geplanten Aktienrechtsrevision, TREX 2018, 40 ff.
- Forstmoser Peter/Küchler Marcel, Schweizerisches Aktienrecht 2020, Zürich 2021.
- Frey Martin/Leis Timo, Akquisitionsvehikel – Rechtliche und steuerliche Fragen, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity IV, Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder, Zürich/Basel/Genf 2014, 69 ff.
- Gericke Dieter, Die genehmigte Kapitalerhöhung, Eine Untersuchung nach schweizerischem Recht, Diss. Zürich, Zürich 1996 (zit. Gericke, Kapitalerhöhung).
- Gericke Dieter, Das Kapitalband (E Art. 653s–653x OR), GesKR Sondernummer 2008, 38 ff. (zit. Gericke, Kapitalband).

- Gericke Dieter, Kapitalband: Flexibilität in Harmonie und Dissonanz, in: Watter Rolf (Hrsg.), Die „grosse“ Schweizer Aktienrechtsrevision, Eine Standortbestimmung per Ende 2010, Zürich/St. Gallen 2010, 113 ff. (zit. Gericke, Harmonie).
- 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. (zit. Gericke, Vorzugsrechte).
- Gericke Dieter, Das Kapitalband im Vorentwurf 2014, GesKR 2015, 109 ff. (zit. Gericke, Kapitalband im Vorentwurf).
- Gericke Dieter, Aktienrechtsreform und Private Equity – Relevante Neuerung und Lücken, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity V, Zürich 2016, 103 ff. (zit. Gericke, Private Equity).
- Gericke Dieter et al., Neues Aktienrecht: Tour d'Horizon, GesKR 2020, 323 ff. (zit. Gericke et al., Neues Aktienrecht).
- Gericke Dieter et al., Aktienrechtsentwurf 2016: Verbesserungen, aber auch Schwachstellen, GesKR 2017, 25 ff. (zit. Gericke et al., Aktienrechtsentwurf 2016).
- Gericke Dieter/Madani Daniel, La marge de flucutation du capital (art. 653s-653v P-CO), SJZ 2021, 739 ff.
- Gericke Dieter/Marti Margrit, KISS und SAFE: Neue Strukturen für Venture Investments, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Venture Capital Reinvented: Markt, Recht, Steuern, Zürich 2021, 71 ff.
- Häusermann Daniel, Aktionärsrechte und Generalversammlung, Neuerungen der Aktienrechtsrevision, EF 2021, 305 ff.
- HRegV Kommentar, Handelsregisterverordnung, in: Vogel Alexander (Hrsg.), Zürich 2020 (zit. OFK HRegV-Vogel, Art. XX, N YY).
- Kägi Urs/Studer Ueli/Tsün Kelsang, Aktienkapital und Kapitalschutz bei Bilanzierung in Fremdwährung, Währung des Aktienkapitals und Auswirkungen des Einzelabschlusses in fremder Präsentationswährung nach der Aktienrechtsrevision, GesKR 2021, 163 ff.
- Käser Christoph/Gysi Markus, Management Buy-out: Qualifizierte Gründung?, REPRAX 2012, 29 ff.
- Kunz Peter V., Zum «Aktienrecht 4.0»: Einordnung und Überblick zur neuen schweizerischen Aktienrechtsordnung, recht 2021, 195 ff.
- Liebi Martin, Vorzugsaktien, Eine Darstellung nach gesellschaftsrechtlichen, bilanzierungsrechtlichen, steuerrechtlichen, rechtsgeschichtlichen, rechtsökonomischen, rechtsvergleichenden und corporate finance-Gesichtspunkten, Diss. Zürich, Zürich/St. Gallen 2008.
- Müller Roland/Akeret Fabian, Die Generalversammlung nach revidiertem Aktienrecht, SJZ 2021, 7 ff.
- Oesterheld Stefan/Schreiber Susanne, Steuerrechtliche Aspekte der Aktienrechtsrevision, Gesetzgeberische Ungereimtheiten beim Kapitalband, EF 2021, 273 ff.
- Philippin Edgar/Loepfe Nicolas, Zusicherungen und Garantien zugunsten von Investoren im Rahmen einer Finanzierungsrunde, SZW 2016, 295 ff.



- Reutter Thomas/Hammer Annina, Lediglich „Punktueller Anpassungen und Präzisierungen der Bestimmungen zum bedingten Kapital“? Bedingt zutreffend!, SZW 2021, 302 ff.
- Schenker Urs, Das Kapitalband – Flexibilisierung des Kapitals mit Gefahren für Aktionäre und Gläubiger, in: Müller Matthias P.A./Forrer Lucas/Zuur Floris (Hrsg.), Das Aktienrecht im Wandel, Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt, Zürich/St. Gallen 2020, 169 ff.
- Schister Roman/Walker Marisa, Virtuelle Generalversammlung, Zulässigkeit, Chancen und Risiken einer Modernisierung, in: Brändli Sandra/Schister Roman/Tamò Aurelia (Hrsg.), Multinationale Unternehmen und Institutionen im Wandel / Herausforderungen für Wirtschaft, Recht und Gesellschaft, Bern 2013, 1 ff.
- Schweizer Eric, Praxis der Oltner Arbeitstagung 2015/2016, REPRAX 2017, 71 ff.
- Sethe Rolf/Fahrländer Lukas, Neuerungen im Verantwortlichkeitsrecht, in: Sethe Rolf/Isler Peter R. (Hrsg.), Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht X, Verantwortlichkeitsprozesse, Tagungsband 2020, Zürich 2020, 199 ff.
- Tanner Brigitte, Moderne Formen der Generalversammlung im revidierten Aktienrecht 2020, SZW 2021, 589 ff.
- Theiler Kaspar, Gedanken zur Zulässigkeit und Durchführbarkeit der virtuellen Generalversammlung de lege lata, AJP 2012, 69 ff.
- Toral Mehmet/Jaccard Michel, Indemnification mechanisms in equity investment agreements, GesKR 2021, 267 ff.
- Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zürich/Basel/Genf 2021.
- Vischer Markus, Schafft das neue Aktienrecht die Sachübernahmenvorschriften wirklich ab?, SJZ 2022, 172 ff.
- Vogt Hans-Ueli, Aktienrecht, Entwicklungen 2008, njus.ch, Bern 2009.
- von der Crone Hans Caspar, Aktienrecht, 2. A., Bern 2020.
- von der Crone Hans Caspar/Angstmann Luca, Kernfragen der Aktienrechtsrevision, SZW 2017, 3 ff.
- von der Crone Hans Caspar/Aref Magda, Die Abschaffung der Sachübernahmenvorschriften im neuen Aktienrecht, SZW 2021, 253 ff.
- von der Crone Hans Caspar/Bernet Sandro, Der Tagungsort der Generalversammlung im revidierten Aktienrecht, Zwischen Gesellschaftssitz und Internet, in: Müller Matthias P.A./Forrer Lucas/Zuur Floris (Hrsg.), Das Aktienrecht im Wandel, Zum 50. Geburtstag von Hans-Ueli Vogt, Zürich/St. Gallen 2020, 259 ff.
- von Planta Andreas, Die genehmigte Kapitalerhöhung – mehr Freiheit oder mehr Unsicherheit für den Verwaltungsrat?, in: von Büren Roland (Hrsg.), Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz, Zum 70. Geburtstag von Rolf Bär, Bern 1998, 311 ff.
- Watter Rolf/Flückiger Sebastian, Beschlussfassung unter abwesenden VR-Mitgliedern (inkl. durch Zirkularbeschluss), GesKR 2015, 410 ff.

Werlen Thomas/Sulzer Stefan, Erwerb eigener Aktien, in: Vogt Nedim P./Stupp Eric/Dubs Dieter (Hrsg.), Unternehmen – Transaktion – Recht, Liber Amicorum für Rolf Watter zum 50. Geburtstag, Zürich/St. Gallen 2008, 493 ff.

# DLT-Regulierung und Kryptowelt: Eine Bestandsaufnahme und eine kritische Würdigung der heutigen Dynamik

Nathan Kaiser\*

## Inhalt

I.	<a href="#">Kryptoassets: Ein Kategorisierungsversuch</a>	203
1.	<a href="#">Kryptowährungen</a>	205
a)	<a href="#">Stablecoins</a>	206
2.	<a href="#">DeFi-Token</a>	207
3.	<a href="#">Non-Fungible Tokens</a>	208
4.	<a href="#">Security-Token</a>	208
a)	<a href="#">Zur Regulierung von Wertpapiere</a>	210
b)	<a href="#">Anlegerschutz im Wandel</a>	211
II.	<a href="#">DLT-Regulierung in der Schweiz</a>	211
1.	<a href="#">Was beinhaltet die DLT-Regulierung?</a>	211
2.	<a href="#">Was wurde mit der DLT-Regulierung bis anhin erreicht?</a>	212
3.	<a href="#">Kommt die Blütezeit der DLT-Regulierung erst noch?</a>	214
III.	<a href="#">Zur Krypto-Regulierung im Allgemeinen:</a>	215
1.	<a href="#">Kryptoassets: Keine falsche Illusion</a>	216
2.	<a href="#">Das zukünftige Dilemma</a>	219
a)	<a href="#">Was ist ein DEX?</a>	220
b)	<a href="#">DEXes als beschleunigende Triebkraft</a>	221
c)	<a href="#">Über das Endgame und den Tipping-Point</a>	223
	<a href="#">Literaturverzeichnis</a>	224

## I. Kryptoassets: Ein Kategorisierungsversuch

Mit dem Aufkommen der Blockchain-Technologie sind verschiedene neuartige Vermögenswerte Realität geworden. In der allgemeinen Vorstellung wird in diesem Zusammenhang hauptsächlich von Kryptowährungen gesprochen. Kryptowährungen sind allerdings nur eine Unterkategorie innerhalb des breiteren Begriffs „digitaler Vermögenswerte“ oder neudeutsch „digitaler Assets“. Letztere werden stellenweise auch als „Kryptoassets“ beschrieben.

---

\* Mit Unterstützung von Pascal Hügli

Erst eine präzisierende Kategorisierung der verschiedenen Kryptoassets hilft, das Wesen derselben besser zu verstehen. Aus einem besseren Verständnis erfolgt eine mögliche rechtliche Einordnung. Letztere ist unter anderem Voraussetzung um den Anlegerschutz bei Kryptoassets näher zu beleuchten.

Ein Kategorisierungsversuch offenbart rasch Überlappungen, das heisst ein- und dasselbe Kryptoasset kann oft verschiedenen Kategorien zugeordnet werden. Zudem ist es so, dass sich die rechtliche Betrachtung über Zeit ändern kann, da sich die Natur eines Kryptoassets oft über Zeit ändert.

Ein konkretes Beispiel eines Kryptoassets stellt zum Beispiel Ether (Kürzel: ETH) dar, das Kryptoasset der Ethereum-Blockchain.

Nach Robert Geer sind grundsätzlich drei verschiedene Typen von Vermögensklassen zu unterscheiden<sup>1</sup>:

- Produktive Kapitalgüter
- Konsumierbarer Vermögenswert (Betriebskapital)
- Wertaufbewahrungsmittel

Mit dem Upgrade seines Konsensus-Mechanismus im September 2022 hat das Protokoll Ethereum von Proof-of-Work zu Proof-of-Stake<sup>2</sup> gewechselt<sup>3</sup> und vereint fortan alle drei Kategorien auf sich. So wird das sog. Staking<sup>4</sup> Ether zu einem produktiven Kapitalgut machen, das zur Bereitstellung von Netzwerk-Sicherheit gegen den risikofreien Zins innerhalb des Ethereum-Ökosystems sog. „gestakt“ werden kann. Gleichzeitig wird Ether in der Form von virtuellem Gas<sup>5</sup> (Transaktionsgebühr) zur Nutzung der Ethereum-Ökonomie verwendet werden müssen. Ebenfalls wird Ether als das Wertaufbewahrungsmittel dieser virtuellen Ethereum-Wirtschaft dienen und als Sicherungswert in dezentralen Finanzapplikationen fungieren, bzw. dies ist bereits der Fall.

Wie diese – wenn auch stark verkürzte – Analyse von Ether zeigt, ist dieses spezifische Kryptoasset demnach eine Kryptowährung, die nebst der Währungsfunktion auch Charakterzüge eines Nutzungstokens aufweist. Ebenso

---

<sup>1</sup> Greer, 86 f.

<sup>2</sup> Sheikh/Azmathullah Meer/Rizwan, 791.

<sup>3</sup> Ethereum, Proof-of-Stake, abrufbar unter <[https://ethereum.org/en/developers/docs/consensus-mechanisms/pos/#:~:text=Proof-of-stake is the.blocks they don't create](https://ethereum.org/en/developers/docs/consensus-mechanisms/pos/#:~:text=Proof-of-stake%20is%20the%20blocks%20they%20don't%20create)>.

<sup>4</sup> Ethereum, How Stake your ETH, abrufbar unter <<https://ethereum.org/en/staking/#main-content>>.

<sup>5</sup> Ethereum, Gas and Fees, abrufbar unter <<https://ethereum.org/en/developers/docs/gas/#top>>.

stellt sich bei Ether seit jeher die Frage<sup>6</sup>, ob dieses Kryptoasset zudem als Wertpapier („security“) zu taxieren ist, im Hinblick auf die oben genannte Funktion als produktives Kapitalgut. Die jahrelange Debatte scheint selbst heute noch nicht restlos geklärt zu sein<sup>7</sup>. Die vorherrschende Meinung ist, dass Ether zur Zeit seiner Lancierung sicherlich in den USA unter amerikanischem Recht als Wertpapier gegolten hätte, heute aber aufgrund seiner fortgeschrittenen Dezentralisierung nicht mehr als Effekte zu werten<sup>8</sup> ist.

## 1. Kryptowährungen

Bei Kryptowährungen handelt es sich um die bekannteste Erscheinungsform eines Kryptoassets. Eine Kryptowährung stellt nach breitem Verständnis jene Einheit dar, welche bei einem Blockchain-Netzwerk für das Bezahlen der Transaktionsgebühren aufgewendet werden muss. Ökonomisch können Kryptowährungen daher als digitales Basisgeld<sup>9</sup> eines einschlägigen Krypto-Netzwerk gefasst werden. Mit anderen Worten, eine bestimmte Kryptowährung ist der „ursprüngliche“ (Englisch: „native“) Vermögenswertes einer Blockchain und fungiert innerhalb dieser als Abwicklungsinstrument genau jenes Blockchain-Systems.

Zusätzlich beschreibt diese Kategorie auch digitale Vermögenswerte, die entweder tatsächlich oder der Absicht nach als eigentliches Zahlungsmittel fungieren. Der Begriff der Kryptowährung wurde auch deshalb popularisiert, weil das frühe Verständnis eines Coins darin bestand, dass sich dieser als Währung – also als Zahlungsmittel – ausserhalb seines eigenen Blockchain-Netzwerkes durchsetzen sollte<sup>10</sup>. Bitcoin wurde daher in seinen Anfängen weniger als ein wie oben dargestelltes Basisgeld wahrgenommen, sondern vielmehr als ein neues, mit nationalen Währungen konkurrenzierendes Zahlungsmittel.

---

<sup>6</sup> Byrne Preston, Whether Ether is a security, abrufbar unter <<https://prestonbyrne.com/2018/04/23/on-ethereum-security/>>.

<sup>7</sup> Crypto News Flash, Is Ether a security, abrufbar unter <<https://www.crypto-news-flash.com/is-ether-a-security-why-ethereum-might-not-be-safe-despite-hinmans-call/>>.

<sup>8</sup> Rede von Hinman William, Director, Division of Corporation Finance, vom 14. Juni 2018, abrufbar unter <<https://www.sec.gov/news/speech/speech-hinman-061418>> sowie generell Kim Paul, The Howey test: A set of rules that determine if an investment is a security, abrufbar unter <<https://www.businessinsider.com/personal-finance/howey-test?op=1&r=US&IR=T>>.

<sup>9</sup> Hügli Pascal, Bitcoin is how we really build a new financial system, abrufbar unter <<https://bitcoinmagazine.com/technical/bitcoin-how-we-build-new-financial-system>>.

<sup>10</sup> Hasu/Carter Nic, Visions of Bitcoin, abrufbar unter <[https://medium.com/@nic\\_carter/visions-of-bitcoin-4b7b7cbcd24c](https://medium.com/@nic_carter/visions-of-bitcoin-4b7b7cbcd24c)>.

Entscheidend für diese Kategorie ist: Kryptowährungen vermitteln keine Ansprüche gegenüber einem Emittenten, bereits deshalb, weil dieser gänzlich fehlt. Deshalb wurden sie von der Schweizerischen FINMA 2018 als Zahlungstoken benannt<sup>11</sup>.

Beispiele für typische Kryptowährungen sind Bitcoin (BTC), Ethereum (ETH), Bitcoin Cash (BCH) oder Dash (DASH).

#### a) *Stablecoins*

Eine Unterkategorie innerhalb der Kryptowährungen sind die sogenannten Stablecoins. Diese stellen preisstabile Kryptowährungen dar, welche in den meisten Fällen den Preis einer staatlichen Währung wie den US-Dollar abbilden und dabei die Preisabweichung zwischen Stablecoin und der entsprechenden Fiatwährung möglichst klein halten. Finanzrechtlich gesehen handelt es sich in den meisten Fällen um finanzielle Verpflichtungen, die über eine öffentliche oder private Blockchain ausgegeben werden können.

Zu unterscheiden sind vier verschiedene Typen von Stablecoin:

- Fiat-gedekte Stablecoins
- Rohstoff- bzw. Waren-gedekte Stablecoins
- Krypto-gedekte Stablecoins
- Algorithmische Stablecoins

Die bekanntesten Stablecoins sind Fiat-gedekte Stablecoins. Die prominentesten sind der sog. US Tether (USDT<sup>12</sup>) oder der USD Coin (USDC<sup>13</sup>). Diese sind mit traditionellen Vermögenswerten hinterlegt und bedürfen wenn nicht de jure so immerhin de facto eines Emittenten. Rohstoff- bzw. Waren-gedekte Stablecoins hängen sind, wie es der Name verrät, durch Rohstoffe oder Waren wie Edelmetalle gedeckt. Krypto-gedekte Stablecoins basieren auf einer Deckung in Form von Kryptoassets. Hierzu zählen DAI oder der Terra-Stablecoin (UST). Die zugrundeliegenden Vermögenswerte sind somit wiederum Kryptoassets, was deren Stabilität allerdings inherent schwächt<sup>14</sup>. Dieser Mangel an Stabilität wurde im Fall von UST anfangs 2022 konkret und hat letztlich zu einem Totalverlust für die Anleger in Höhe ca. 45 Milliarden CHF geführt.

---

<sup>11</sup> FINMA, Wegleitung: für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs), Ausgabe vom 16. Februar 2018, abrufbar unter <<https://www.finma.ch/de/-/media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=de>>.

<sup>12</sup> Tether, abrufbar unter <<https://tether.to/en/>>.

<sup>13</sup> Circle, abrufbar unter <<https://www.circle.com/en/usdc>>.

<sup>14</sup> Beispielhaft Luna: <<https://www.wired.com/story/terra-luna-collapse/>>.

Algorithmische Stablecoins wiederum sind Stablecoins, die keine Deckung haben. Vielmehr soll die Geldpreisstabilität durch steuernde Algorithmen erreicht werden.<sup>15</sup> Bekannte Beispiel hierfür sind: der Frax Stablecoin (FRAX) oder der Rai Stablecoin (RAI), letzterer aber wiederum alles andere als stabil.

Als allgemeine Zahlungsmittel konstruiert, werden Stablecoins zwar als Kryptowährungen kategorisiert, allerdings bestehen je nach Ausgestaltung Ansprüche gegenüber einem Emittenten. Im Falle von Fiat-gedeckten Stablecoins ist letztlich die genaue Ausgestaltung ausschlaggebend dafür, ob es sich z.B. um eine Wertpapier handelt, bzw. um welche Art von Finanzinstrument.

Keine Effekte, wohl aber ein Zahlungs-Token ist ein Fiat-gedeckter Stablecoin, wenn der Emittent eine regulierte Bank ist und somit z.B. über einen Zugang zum Zahlungssystem der Schweizerischen Nationalbank (SNB)<sup>16</sup> oder über eine Bankgarantie einer regulierten Bank verfügt, die wiederum Zugang zum Schweizerischen Zahlungssystem hat. Ein Beispiel dafür ist der XCHF<sup>17</sup>, ein Fiat-gedeckter Stablecoin der Bitcoin Suisse AG. Ebenfalls keine Effekte stellen Krypto-gedeckte oder algorithmische Stablecoins dar. Auch im Fall von Rohstoff- bzw. Waren-gedeckten Stablecoins ist die Ausgestaltung im Einzelnen entscheidend dafür, ob sich um Effekten handelt oder nicht – so vor allem die Frage ob die Deckung zu 100% besteht, ob es ein Recht auf Auslieferung gibt, ob der darunterliegende Rohstoff bzw. die Waren ausgesondert sind, u.s.w.

## 2. DeFi-Token

Eine weitere Kategorie ist jene der DeFi-Token. Diese umfasst Nutzungstoken, Governance-Token, aber auch diverse Mischformen. Lanciert werden DeFi-Token über DeFi-Protokolle als Smart-Contracts über eine Smart-Contract-Plattform wie z.B. Ethereum. Stark vereinfacht sind dies oft sog. „Layer 2“ Applikationen, im Sinne einer „Blockchain auf einer Blockchain“.

Nutzungstoken dienen dazu, die Nutzung eines bestimmten DeFi-Protokolls zu ermöglichen. Wer das Protokoll und dessen Dienste nutzen möchte, muss hierfür den entsprechenden Nutzungstoken verwenden. Governance-Token hingegen ermöglichen eine Mitsprache bei bzw. im Rahmen eines DeFi-Protokolls. Stimmrechte sind entweder direkt in den Smart-Contract des Gover-

---

<sup>15</sup> 101 Blockchains, Types of Stablecoins, abrufbar unter <<https://101blockchains.com/types-of-stablecoins/>>.

<sup>16</sup> SNB, Das Zahlungssystem Swiss Interbank Clearing (SIC), abrufbar unter <[https://www.snb.ch/de/iabout/paytrans/id/paytrans\\_swiss\\_interbank\\_clearing](https://www.snb.ch/de/iabout/paytrans/id/paytrans_swiss_interbank_clearing)>.

<sup>17</sup> Bitcoin Suisse, CryptoFranc (XCHF) - the Swiss Franc Stablecoin, abrufbar unter <<https://www.bitcoinsuisse.com/cryptofranc>>.

nance-Tokens einprogrammiert, oder in anderer Weise durch den Token ausübbar. Auf diese Weise ahmen Governance-Token Stimmrechte nach, die man im Gesellschaftsrecht z.B. bei Vereinen kennt.

Neben diesen DeFi-Token existieren in immer grösserer Anzahl auch Token, welche wirtschaftlich Equity-Token, d.h. Effekten näherkommen. Obschon diese nach Ansicht einiger eher als Proto-Equity-Token zu werten sind, widerspiegelt der Wert dieser Token manchmal einen Cash-Flow oder eine Wertsteigerung, der aus der ökonomischen Nutzung und Verwendung des Protokolls resultiert. So können die Nutzer eines Protokolls beispielsweise für die Nutzung des Protokolls und dessen Dienstleistungen Netzwerkgebühren bezahlen, welche an das Protokoll gehen und so an die Token-Inhaber ausgezahlt werden können.

### 3. Non-Fungible Tokens

Non-Fungible Tokens, auch als NFTs bekannt, haben sich innert den zwei Jahren 2021 und 2022 zu den wohl bekanntesten Kryptoassets gemausert. Diese sog. nicht-fungiblen Token sind ein-eindeutig identifizierbar. Als solches unterscheidet sich ein jeder Token von jeden anderen, ähnlich einer Seriennummer bei einem an sich einheitlichen Produkt. Anders ausgedrückt: Obwohl nicht-fungible Token derselben Gattung angehören, sind sie nicht identisch und damit austauschbar, sondern jeder Token existiert als einzigartiger Token auf der Blockchain.

NFTs zeigen typischerweise auf einen zugrundeliegenden Vermögenswerte, bzw. NFTs repräsentieren typischerweise einen Vermögenswert. Dieser unterliegende Wert kann physischer, aber auch digitaler Art sein. So kann ein NFT auf ein digitales Bild, ein Musikstück oder andersartige Datensätze lauten. Gleichzeitig kann ein NFT jedoch auch ein physisches Kunstwerk vertreten bzw. den Besitz, das Eigentum, oder ähnliche Rechte an physischen Werten darstellen. Insbesondere im Fall von physischen Werten ist so oft die Nähe zu einem Emittenten hergestellt, welche die Verbindung des analogen Vermögenswertes mit dem digitalen NFT garantieren soll. Dieser Umstand weist auf den Effekten-Charakter derartiger NFTs hin, wobei die genaue rechtliche Einordnung wiederum abhängig ist von der Ausgestaltung, sowie der Wahl der anwendbaren Rechtsordnung.

### 4. Security-Token

Eine letzte, im vorliegenden Zusammenhang besonders thematisierte Kryptoasset-Kategorie ist jener der Security-Tokens, zu Deutsch auch Wertpa-



piere- oder Effekten-Token. Hier handelt es sich um die wohl verzwickteste Kategorie, angesichts der vergleichsweise hohen Regulierungsdichte des Kapitalmarktrechts.

In der Schweiz hat die FINMA im Rahmen ihrer Guidelines aus dem Jahr 2018 den Begriff des Anlage-Tokens eingeführt. Zu den Anlage-Token gehören jene Token, die Vermögenswerte repräsentieren. Entscheidend ist, dass ein solcher Token in den meisten Fällen eine schuldrechtliche Forderung gegenüber einem Emittenten darstellt. Gemäss der Finma handelt es sich dann um einen Anlage-Token, wenn dieser beispielsweise Anteile an künftigen Unternehmenserträgen oder künftigen Kapitalflüssen verspricht. Als solcher besitzt der Token eine wirtschaftliche Funktion und repräsentiert aus der traditionellen Welt bekannte Effekten wie Aktien, Obligationen oder derivative Finanzinstrumente. Ebenso fallen unter die Kategorie der Anlage-Token auch Token, welche physische Wertgegenstände auf der Blockchain handelbar machen sollen<sup>18</sup>.

Obwohl von der Finma definiert, ist die Bestimmung darüber, was genau ein Anlage-Token definiert und was nicht, nicht einfach zu beantworten. In den USA orientiert man sich zur Beantwortung dieser Frage nach wie vor am sogenannten Howey-Test<sup>19</sup>, welcher traditionell breit Anwendung findet, denn eine Wertpapier muss nicht zwingend an ein Unternehmen gebunden sein<sup>20</sup>, was so weit gehen kann, dass sogar ein Vertrag per Handschlag als Wertpapier taxiert werden kann. Dass Kryptoassets dem Howey-Test bzw. dem Regulator SEC überhaupt unterliegen ist in den USA aber heftig umstritten. Neueste regulatorische Entwicklungen im Sommer 2022 zielen aktiv darauf ab, einen Gross- teil der Kryptoassets der Kompetenz der CFTC, d.h. dem Regulator für Termingeschäfte zuzuweisen, bzw. diese Kryptoassets damit der Kompetenz der SEC bzw. der Börsen- und Wertpapieraufsicht zu entziehen.

Ob ein Token als Wertpapier einzuordnen ist, hängt nur begrenzt, wenn überhaupt, von der technologischen Grundlage des Tokens ab. Im Gegensatz zum

---

<sup>18</sup> FINMA, Wegleitung: für Unterstellungsanfragen betreffend Initial Coin Offerings (ICOs), Ausgabe vom 16. Februar 2018, abrufbar unter <<https://www.finma.ch/de/-/media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/1bewilligung/fintech/wegleitung-ico.pdf?la=de>>.

<sup>19</sup> Find Law, What ist he Howey Test?, abrufbar unter <<https://www.findlaw.com/consumer/securities-law/what-is-the-howey-test.html>>.

<sup>20</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, Framework for „Investment Contract“ Analysis of Digital Assets, abrufbar unter <<https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>>.

in der Kryptoszene weit verbreiteten Glauben macht es grundsätzlich keinen Unterschied, wenn ein Wertpapier mittels Blockchain-Technologie in die Form eines Tokens umgesetzt wird.

Entscheidende Merkmale sind vielmehr: Ist der Token so umgesetzt, dass im Ergebnis Kapitalflüsse auf der Basis eines Cash-Flows versprochen werden? Wie wurde der Token an Investoren herausgegeben und wie steht es um die Konzentration der Halter der Token i.Z.m. mit den für die weitere Entwicklung des Protokolls de facto zuständigen Personen und Gesellschaften?

#### *a) Zur Regulierung von Wertpapieren*

Wertpapiere werden in der traditionellen Welt seit jeher reguliert. So gibt es klare regulatorische Vorschriften zur Emission, dem Kauf und Verkauf sowie dem Handel und der Informationspreisgabe von Wertschriften. Die in der Schweiz zuständigen Gesetze dafür sind das Bankengesetz (BankG), das Bundesgesetz über die Finanzmarktinфраstruktur (FinfraG), das Kollektivanlagengesetz (KAG), und einige andere mehr.

Für die Regulierung von Wertpapieren gibt es mehrere Gründe, nebst dem funktionierenden Markt ist einer der wichtigsten der Anlegerschutz. Grundlegend geht es darum, den Anleger vor Informationsasymmetrie zu schützen, welche zwischen ihm oder ihr und dem Emittenten einer Wertschrift besteht.

Informationsasymmetrie besteht dann, wenn zwei miteinander in einer Beziehung stehende Parteien oder Marktteilnehmer nicht über dieselben Informationen verfügen. Diese Problematik entstammt der Principal-Agent-Theorie. Im Fall von Wertpapieren hat der Emittent (Prinzipal) einen Informationsvorsprung gegenüber dem Investor (Agent). Ersterer weiss mehr über die spezifischen Gegebenheiten eines Projekts als Letzterer, der nach bestem Wissen und Gewissen investiert hat.

Das Ziel des Anlegerschutzes besteht darin, diese Informationsasymmetrie zu verringern. So ist ein Emittent (Principal) zur Informationsfreigabe mittels z.B. Prospekt und bestimmten Meldungen verpflichtet. Der Emittent steht unter Dokumentationspflicht. Die Regulierung von Emission und Handel stellt zudem sicher, dass ein Emittent klaren Richtlinien bei der Ausgabe, dem Kauf und Verkauf unterstellt ist. Wird gegen die Regulierung verstossen, hat ein Investor (Agent) somit auch die Möglichkeit, nach der widerrechtlichen Handlung gegen einen Emittenten (Prinzipal) im Rahmen von Haftungsansprüchen vorgehen zu können.

## *b) Anlegerschutz im Wandel*

Die Gesellschaft ist einem stetigen Technologie-Wandel unterworfen. Ändern sich die technologischen Möglichkeiten, ändert sich unter Umständen auch der Bedarf nach Schutz davon. Für den Anlegerschutz ist das nicht anders. Das Aufkommen der Blockchain-Technologie und der Security-Token hat die Notwendigkeit offenbart, den Anlegerschutz den technologischen Entwicklungen möglichst technologie-neutral anzupassen. Das ist allerdings leichter gesagt als getan.

## **II. DLT-Regulierung in der Schweiz**

In der Schweiz hat der Gesetzgeber entschieden, mittels Gesetzeserweiterungen die Wertschriftenregulierung den aktuellen technischen Entwicklungen anzupassen. Während man in Deutschland hierfür ein gesamtes neues Blockchain-Gesetz namens «Gesetz über Token und VT-Dienstleister („TVTG“) verabschiedet hat,<sup>21</sup> ist man in der Schweiz einen alternativen Weg gegangen:

Im Rahmen des DLT-Mantelgesetz wurden zehn bestehende Bundesgesetze punktuell angepasst. In Kraft gesetzt wurde dieses Mantelgesetz in zwei Etappen. Am 1. Februar 2021 trat ein Teil der Änderungen in Kraft. Die übrigen Neuerungen erlangten am 1. August 2021 Gesetzeskraft.

Seither gehört die Schweiz weltweit zu den wenigen Jurisdiktionen, welche klare Voraussetzungen für Blockchain- und DLT-Unternehmen geschaffen hat. Damit gehört man international zu den Vorreitern in Bezug auf eine moderne Regulierung innovativer Finanzmarkttechnologien.

### **1. Was beinhaltet die DLT-Regulierung?**

Die neue DLT-Regulierung beinhaltet Änderungen in fünf übergeordneten Bereichen. Im Obligationenrecht wurde das Konzept der Registerwertrechte eingeführt, so dass Wertpapiere bei der Emission als Registerwertrechte und somit auf DLT-Basis in ein digitales Register eingetragen werden können. Dieses digitale Register kann bei Einhaltung der erforderlichen technischen Sicherheiten gerade eben dezentraler Natur sein.

Registerwertrechte schaffen somit die Rechtsgrundlage, auf deren Basis tokenisierte Aktien, Schuldverschreibungen und andere Finanzkontrakte recht-

---

<sup>21</sup> Liechtensteinisches Gesetz über Token und VT-Dienstleister vom 3. Oktober 2019 (Token- und VT-Dienstleister-Gesetz, TVTG, LR 950.6).

lich bindend und ohne das für Zessionen bisherige Erfordernis der Schriftlichkeit übertragen werden können. Die Registerwertrechte ermöglichen somit das moderne Äquivalent des Wertpapiers.

Eine Änderung betrifft auch das Schuldbetreibungs- und Konkursrecht. Sind die digitalen Vermögenswerte zwar einer Gemeinschaft zugeordnet, ist jedoch gleichzeitig ersichtlich, wem welcher Anteil gehört, ist eine Aussonderung möglich. Das macht die Kryptoassets aus Sicht des Depositärs auch im Konkursfall eines Verwahrers sicher und greifbar. Die Möglichkeit der Absonderung schafft auch die Voraussetzung, dass Kryptowerte im Depot eines Kunden ausserhalb der Bankbilanz gehalten werden können. Das wiederum hat zur Folge, dass diese keine exorbitanten Eigenkapitalunterlegungen erfordern.

Eine entscheidende Neuerung betrifft die Finanzmarktregulation. Hier hat die Vorlage massgeschneiderte Lizenzkategorien für Handelsplätze geschaffen, auf denen Kryptoassets in der Form von Anlage-Token gehandelt werden können. So wurde neben den bereits existierenden Konzepten des multilateralen Handelssystems (MHS) und des organisierten Handelssystems (OHS) eine Bewilligungskategorie für DLT-Handelssysteme eingeführt. Erlaubt ist hier der Handel, nicht aber die in der Schweiz (nicht aber z.B. in Deutschland) im Rahmen der Wertschriftenbörse bekannte Kotierung von Anlage-Token. Ebenfalls sichergestellt hat die DLT-Vorlage, dass diese neu geschaffenen DLT-Handelssysteme dem Geldwäschereigesetz spezifisch unterstellt sind. Dies deshalb, weil sie im Unterschied zu herkömmlichen Börsen direkten Kontakt mit dem Endnutzer haben werden.

## 2. Was wurde mit der DLT-Regulierung bis anhin erreicht?

Angesichts des innovativen Ansatzes, der leichtfüssigen Herangehensweise des Schweizer Gesetzgebers sowie des scheinbaren Bedarfs vonseiten des Marktes verwundert, dass bis heute Herbst 2022 noch keine DLT-Lizenz für eine DLT-Handelssystem vergeben worden ist. Die Frage, die sich stellt: Weshalb sind noch DLT-Lizenzen vergeben worden?

Es kann argumentiert werden, dass der Gesetzgeber für einmal zu früh gewesen ist, was nicht zuletzt dem erfolgreichen Lobbying der Blockchain-Industrie zu verdanken ist. Auf rechtlicher Ebene ist es denn auch so, dass die Gesetzeserweiterung zwar sorgfältig und gut durchdacht ist. Doch fehlt mutmasslich eine essenzielle Komponente: jene des kommerziellen Interesses. Es ergibt als potenzieller Beantragender ökonomisch keinen Sinn, eine Lizenz beantragen zu wollen.

Die Gründe sind mannigfaltig: Was den Handel von Kryptowährungen betrifft, schafft eine DLT-Lizenz aus kommerzieller Sicht keinen Vorteil. Der Kauf und Verkauf von Kryptowährungen ist heute in unterschiedlichen Jurisdiktionen bereits bestens etabliert. Die Nachfrage nach einem Schweiz-spezifischen Handelsplatz für Kryptowährungen ist zu klein, um ein kommerzielles Engagement zu rechtfertigen. Auch ist es so, dass Krypto-Broker aus der Schweiz wirksam und erfolgreich mit Handelsplätzen in anderen Jurisdiktionen zusammenarbeiten können, so wie das von etablierten Schweizer Akteuren in der Realität getan wird.

In Bezug auf Security-Tokens stellt die DLT-Lizenz zwar auf dem Papier ein wichtiges Teil dar, doch verhilft dieses nicht wirklich weiter. So ist die DLT-Lizenz für das DLT-Handelssystem spezifisch auf die Schweiz ausgerichtet. Das heisst: Die DLT-Lizenz stellt zwar eine gute Lösung für den Handel von Security-Tokens dar, doch ist diese gänzlich auf die Schweiz beschränkt. Der Heimmarkt Schweiz ist letztlich ein schlichtweg zu kleiner Markt, der ein kommerzielles Engagement – offenbar – kaum rechtfertigt.

Eine weitere Problematik ist der Umstand, dass die DLT-Lizenz in einem breiteren Kontext aufgrund der traditionellen Wertpapier-Regulierung wenig effektiv ist. Letztere steht der neuen DLT-Regulierung in mehreren Belangen im Weg.

Diese Tatsache hat zur Folge, dass bislang kaum Security Token Offerings (STOs) durchgeführt worden sind, und jene, die abgehalten wurden, bisher gänzlich ohne Breitenwirkung geblieben sind. So müssen STOs aufgrund bestehender Regeln der traditionellen Wertpapierregulierung in ihrer Handhabung und Wirkung künstlich eingeschränkt werden – künstlich insofern, als dass technische und faktische Möglichkeiten der Token aufwändig eingeschränkt werden müssen und deren Vorteile somit gar nicht erst zum Zug kommen.

Ein Beispiel sind GWG-Vorschriften, und genauer die Anforderungen der FINMA, welche über die weltweit geltende Travel Rule der FATF hinausgehen. Eine Teil der dafür notwendigen Toolbox ist die Erstellung einer Liste zugelassener Blockchain-Adressen, welche zuvor autorisierte Token-Inhaber repräsentieren. Dieser Ansatz ist auch als «Whitelisting» bekannt.

Als programmierbare Plattform ermöglichen unterschiedliche Blockchains, diese Whitelist über spezifische Token-Standards – bei Ethereum beispielsweise der ERC-1404-Security-Token-Standard – direkt in die Blockchain einzuprogrammieren. Über die Whitelist kann ein Emittent somit direkt über die Smart-Contract-Verwaltung sicherstellen, dass nur zugelassene Adressen den

Security-Token halten können. Auf diese Weise kann gewährleistet werden, dass nur akkreditierte Investoren oder nur solche, welche die erforderlichen KYC- und AML-Prüfungen bestanden haben, Token-Inhaber sein können.

Die genauen Einzelheiten bezüglich der Anforderungen an die Token-Halter können für jeden STO spezifisch definiert werden. Zudem gilt ein Whitelisting nicht nur für die Emission und Erstaussgabe, sondern auch für den Handel auf Sekundärmärkten und berücksichtigt somit den gesamten Lebenszyklus eines Tokens.

Wie dieses Beispiel zeigt, können die Vorzüge, welche Security-Tokens aufgrund der Blockchain-Technologie grundsätzlich hätten, aufgrund traditioneller Regulierung überhaupt nicht ausgespielt werden. So stellt zum Beispiel der Vorteil der erlaubnisfreien Nutzung bereits bei „einfachen“ Kryptowährungen eine Herausforderung für alle Marktbeteiligten dar.

Diese resultierende künstliche Beschränkung von Security-Tokens und ihrer Vorteile, macht die Nutzung und Lancierung von Wertpapieren als Security-Token mittels STO nicht einfacher sondern aufwändiger und ist daher letztlich wenig sinnvoll. Mit anderen Worten, die Emission von Security-Token ist gegenüber der Ausgabe von traditionellen Wertpapieren komplizierter und mit Mehraufwand verbunden, weshalb STOs keine Erleichterung darstellen, sondern aus kommerzieller Sicht chancenlos sind.

### 3. Kommt die Blütezeit der DLT-Regulierung erst noch?

Die Frage, die sich stellt: Steht der grosse Durchbruch der DLT-Regulierung in der Schweiz erst noch bevor? Damit DLT-Lizenzen auf Anklang stossen, müssten die traditionellen Anforderungen und Regulierungen angepasst, geändert, bzw. die Regulierungshöhe schlicht gesenkt werden, so dass die Vorteile von Security-Tokens nicht mehr, oder wenigstens nicht mehr in heutigen Ausmass technisch künstlich eingeschränkt werden müssen.

In naher Zukunft scheint dieser Weg kaum realistisch. Möglich ist, dass es zu einer gewissen Lockerung kommen wird, welche es Security Token ermöglichen, ihre Vorteile ausspielen zu können.

Die Vereinigten Staaten von Amerika bieten in dieser Hinsicht Ansätze für Lösungen. Nebst dem obengeannten Vorstoss im Sommer 2022 ist seit 2016 mit Regulation Crowdfunding<sup>22</sup> ein Gesetzeswerk in Kraft, das es Unterneh-

---

<sup>22</sup> Lee, 833.

men ermöglicht, jährlich bis zu 5 Millionen US-Dollar<sup>23</sup> – zuvor war das Limit auf 1,07 Millionen US-Dollar beschränkt – durch den Online-Verkauf von Wertpapieren wie Aktien oder Wandelanleihen von der Öffentlichkeit zu beschaffen. Zwar wurde dieser Crowdfunding Act (Reg. CF) nicht explizit für (Security) Tokens geschaffen, doch lassen sich diese heute über diese Regulierung vorteilhaft umsetzen.

### III. Zur Krypto-Regulierung im Allgemeinen:

Die Welt der Kryptoassets und das Thema Regulierung sind seit jeher von einer gewissen Grundspannung geprägt. Die Philosophie hinter Kryptowährungen ist es, möglichst dezentral, öffentlich, neutral und im übrigen zensurresistent zu sein.<sup>24</sup> In der Konsequenz bedeutet dies, dass einer Kryptowährung unmittelbare Intermediäre fehlen und die Kryptowährung eben von keiner Instanz kontrolliert oder gesteuert wird. Für unser Rechtsverständnis ist das ein denkbar schlechter Ausgangspunkt, da Rechtsnormen stets einen konkreten Anknüpfungspunkte benötigen und insbesondere das Kapitalmarktrecht, Geldwäschereigesetzgebungen etc. stark auf Intermediäre zielen, und diese überhaupt voraussetzen.

Diese Schwierigkeiten offenbaren wie folgt: Als digitales Inhaberinstrument repräsentiert eine Kryptowährung echtes digitales Eigentum. Wer über die Zugangsschlüssel – die sog „Private Keys“ – zu den entsprechenden Bitcoin verfügt, hat nicht zwangsläufig de jure, aber de facto Verfügungsmacht bzw. Eigentum an diesen. Anders ausgedrückt, ist bei den Privat Keys ein Auseinanderfallen von Besitz und Eigentum nicht möglich, bzw. ein solches Auseinanderfallen lässt sich nicht befriedigend abbilden.

So existieren Kryptowährungen zwar als klare und unverwechselbare Einheiten, doch sind sie kaum greifbar. Aufgrund des nicht-zentralen Charakters der Blockchain sind Kryptowährungseinheiten sozusagen nirgendwo und überall zugleich. Und indem man sich den privaten Zugangsschlüssel einprägt, lässt er sich auch überallhin mitnehmen. Ohne den jeweiligen privaten Schlüssel dagegen sind z.B. Bitcoins auf der Blockchain zwar sichtbar, aber für niemanden zugänglich und somit faktisch unbrauchbar.

---

<sup>23</sup> Rund Jacob, Startups and Crowdfunding Limits: SEC Rule Changes Explained, abrufbar unter <<https://news.bloomberglaw.com/securities-law/startups-and-crowdfunding-limits-sec-rule-changes-explained>>.

<sup>24</sup> Galati Francesco, Swimming through the Bullshit: The 5 Pillars of Blockchains vom 5. August 2019, abrufbar unter <<https://medium.com/coinmonks/swimming-through-the-bullshit-the-5-pillars-of-blockchains-39be95d0839d>>.

Typisch für Kryptowährungen ist: Das Eigentum an ihnen sowie die Übertragung derselben wird durch die unterliegende Blockchain selbst gesichert und muss nicht durch einen staatlichen Souverän garantiert, bzw. durchgesetzt werden. Es ist die Blockchain, die als nicht-staatliches Eigentums-System<sup>25</sup> fungiert und somit gewissermassen ihr eigenes Recht kennt.<sup>26</sup>

Angeichts dieser technologischen Innovation stossen viele bisher funktionale Gesetze an ihre Grenzen. Die Vermutung ist, dass die Blockchain-Technologie grundlegende Rechtsbereiche und grundlegende Konzepte mittel- und langfristig aufrüttelt. So zum Beispiel für Fragen der rechtlichen Zuständigkeit, genauer *lex loci*. Das Konzept der *lex loci* verliert bezüglich Kryptoassets (natürlich aber nicht betreffend beteiligter Personen, etc.) in den meisten (wenn auch nicht in allen Fällen) seinen Sinn, bzw. das Recht verliert bei Kryptoassets diesen althergebrachten Anknüpfungspunkt.

## 1. Kryptoassets: Keine falsche Illusion

Nicht zuletzt aufgrund der im oberen Abschnitt beschriebenen Philosophie, herrscht in der Szene der Kryptoassets die etwas leichtgläubige Vorstellung, wonach die zugrundeliegende Technologie die Rechtsnatur eines Tokens verändern würde. Nicht selten wird daher das Argument ins Feld geführt, wonach Blockchain-Projekte aufgrund ihrer unterliegenden Technologie – wie oben ausgeführt – anders sind, weshalb die herkömmlichen rechtlichen Massstäbe nicht anwendbar seien.

Wie die juristisch versierte Person jedoch weiss, spielt die Form eines Vertrages in Bezug auf deren rechtliche Würdigung selten eine Rolle. Anders ausgedrückt: Die wirtschaftliche Betrachtungsweise ist entscheidend, nicht die Form.

Als zusätzliches Erschwernis kennt die Welt der Kryptoassets ein überaus hohes Mass an Etikettenschwindel. So gilt es bei Krypto-Projekten genau hinzuschauen, denn nicht überall, wo Blockchain draufsteht, steckt auch Blockchain drin. Als ebenso falsch hat sich erwiesen, dass bloss weil sich Projekte als Blockchain-basiert präsentieren oder zwar auf öffentlichen Blockchains basieren und sich mit dem Jargon der Dezentralität und Zensurresistenz schmücken, diese auch tatsächlich dezentralisiert und gegenparteienlos sind.

---

<sup>25</sup> Hasu, Bitcoin and the Promise of Independent Property Rights vom 13. Dezember 2018, abrufbar unter <<https://medium.com/@hasuflly/bitcoin-and-the-promise-of-independent-property-rights-8f10e5c7efa8>>.

<sup>26</sup> Berg/Davidson/Potts, 384.



Die eigentliche Struktur sowie der technologische Unterbau, die ein Projekt angeblich dezentral und zensurresistent machen sollen, müssen für jedes Projekt individuell beurteilt werden. Echte Dezentralität ist ein technisch und kommerziell schwieriges Unterfangen liegt im überwiegenden Grossteil der Fälle gar nicht vor.

Neben der angestrebten Dezentralität und Zensurresistenz von Blockchain-Projekten und DeFi-Protokollen wird häufig auch deren sogenannte On-Chain-Transparenz hervorgehoben. Als öffentliches Kassenbuch sind auf einer Blockchain sämtliche Transaktionen in Echtzeit für jedermann transparent einsehbar. Transaktionen, die über ein DeFi-Protokoll oder eine öffentliche Blockchain getätigt werden, können von der Öffentlichkeit nicht versteckt gehalten werden. Es ist diese unvergleichbare Transparenz, welche von Blockchain-Befürwortern als wertstiftend und problemlösend angepriesen wird<sup>27</sup>.

Dass diese On-Chain-Transparenz Vorteile bringt, steht ausser Frage.<sup>28</sup> Die Frage, welche sich i.Z.m. dem Anlegerschutz stellt: Löst die Transparenz der Blockchain das beschriebene Problem der Informationsasymmetrie zwischen Emittent und Investor?

Die Antwort ist meines Erachtens leider nein. On-Chain-Transaktionen auf der Blockchain sind jederzeit für jedermann nachvollziehbar, doch äussern sich längst nicht alle relevanten Entscheidungen innerhalb eines Projekts als On-Chain-Transaktionen auf der Blockchain. Zwar können Governance-Entscheide direkt über die Blockchain abgewickelt werden, doch sollte man sich bewusst sein, dass auch bei Blockchain-Projekten und DeFi-Protokollen verschiedene Entscheide entscheidend beeinflusst werden, bevor diese zur öffentlichen Governance-Abstimmung freigegeben werden.

Auch in dieser Hinsicht darf man sich vom wohlklingenden Blockchain-Jargon nicht blenden lassen. Was nach einer dezentralen, autonomen Organisation, kurz DAO<sup>29</sup>, klingt, muss weder dezentral noch autonom sein, bloss weil diese so betitelt ist. Auch ist eine DAO nicht automatisch hierarchisch flach aufgestellt und auf quasi-magische Art und Weise in gemeinschaftlichem Besitz. Viel eher sind es die Gründer und Entwickler, die Kraft ihrer privilegierten Position

---

<sup>27</sup> Silver.

<sup>28</sup> Frankenfield Jake, On Chain Transactions (Cryptocurrency) vom 24. August 2021, abrufbar unter <https://www.investopedia.com/terms/c/chain-transactions-cryptocurrency.asp>.

<sup>29</sup> Future, DAOs, a Canon, abrufbar unter <https://future.a16z.com/dao-canon/>.

grosse Governance-Anteil halten oder relevante Entscheidungen noch vor einer On-Chain-Abstimmung hinter geschlossenen Türen treffen können, wie nachfolgend exemplarisch aufgezeigt wird:

Die reale Problematik undurchsichtiger, wenig egalitärer DeFi-Protokollführung veranschaulicht das Beispiel von SushiSwap. Das DeFi-Protokoll existiert seit September 2020 und ist eine Kopie (Code-Fork) der grössten und bekanntesten dezentralen Börse Uniswap. Obschon sich SushiSwap selbst als von der Community geführtes DAO-Projekt sieht, wurde der DAO-Ethos in dessen Fall arg erschüttert, als bekannt wurde, dass das DeFi-Protokoll unzulänglich strukturiert und von persönlichen Auseinandersetzungen unter den Gründern geplagt wurde.

So stellte sich heraus, dass der SushiSwap DAO grösstenteils von einer Handvoll meist anonymer Entwickler kontrolliert wurde, die hin und wieder die Abstimmungen der Gemeinschaft umgingen und dabei versuchten, ihre eigenen Verdienste zu erhöhen. Daraus resultierende Unstimmigkeiten unter den Projekt-Verantwortlichen führten rasch zu gegenseitigen Anschuldigungen, im Zuge derer verschwenderische Ausgaben und Selbstbereicherungsaktionen ohne Zustimmung der SushiSwap-Gemeinschaft offenbar wurden.<sup>30</sup>

Wie das Beispiel SushiSwap zeigt, sind DAOs aktuell näher an traditionellen Unternehmen als gemeinhin gedacht. So zeigt sich in der Realität eine Konzentration des Einflusses bei den Gründern oder einigen wenigen Token-Inhaber. Oftmals ist es auch so, dass relevante Entscheide abseits der Blockchain gefällt werden, und demokratische Governance mittels On-Chain-Transaktionen eher eine nützliche Illusion als eine Realität darstellt.

Nicht zu verhindern ist, dass selbst in flachen Hierarchien, wie sie von DAOs postuliert werden, Machtkämpfe um Einfluss an der Spitze stattfinden. Denn solange Menschen involviert sind, ist das Streben nach Hierarchie, Seniorität und Macht auch in dezentralen autonomen Organisationen präsent. Einzig eine Reduktion der menschlichen Einflussnahme durch Substitution des menschlichen Elements durch Technologie könnte in dieser Hinsicht für Abhilfe sorgen, was voraussichtlich aber wiederum massive Nachteile (z.B. Verhinderung von Innovation) nach sich führen wird. Als unmittelbares Beispiel dient das Protokoll „Bitcoin“, lies Bitcoin, welches auf Grund seiner bestehenden Governance-Struktur zwar (noch) funktioniert, aber de facto technisch völlig zum Stillstand gekommen ist.

---

<sup>30</sup> Rekt, Sushiswap Scandal vom 6. Dezember 2021, abrufbar unter <<https://rekt.news/sushiswap-scandal/>>.

## 2. Das zukünftige Dilemma

Wie wir gesehen haben, sind auch im Zeitalter der Blockchain-Technologie Wertpapiere in Form von Security Tokens nicht auf magische Art und Weise vom Problem der Informationsasymmetrie befreit. Informationspflichten des Emittent und Informationsrechte der Investoren sind also nicht vom Tisch, auch wenn Wertpapiere als Security Token auf der Blockchain lanciert werden. Sowohl der Regulator als auch der Gesetzgeber wird in naher Zukunft nicht umhinkommen, Security-Token-Anlegern hinlänglich Anlegerschutz zu bieten, bzw. diesen zu fordern.

Allerdings: Was als selbstverständlich angenommen wird, könnte sich zunehmend als ein Ding der Unmöglichkeit herausstellen.

Warum das? Mit der Entstehung der Blockchain und der Etablierung von Token-Standards (ERC-20, usw.) ist es zunehmend einfacher geworden, selbst als technische wenig versierte Person, eigenständig Tokens jeglicher Art zu emittieren. Neben der technischen Einfachheit ist die Lancierung eines Tokens auch kaum mit Kosten verbunden.

Öffentliche Blockchains entpuppen sich zur Zeit als gewaltige, globale Emissionshäuser. Verantwortlich hierfür ist die rasante technologische Entwicklung, welche die Emission von Token, inkl. Wertpapiere, gewissermassen kommodifiziert<sup>31</sup> hat. Wie wir gesehen haben, ist dieses Phänomen global und geht über nationale Jurisdiktionen hinaus.

Als Hypothese: Das Lancieren und Emittieren aller möglichen Token nähert sich asymptotisch, d.h. für die Allgemeinheit weitgehend unsichtbar, einer kritischen Masse. Ist der Limes einmal überschritten, werden Regulatoren weltweit nicht mehr nachkommen, weshalb ihnen die Handhabe über Security Tokens und damit auch über Wertpapiere zu einem beachtlichen Grad entgleiten wird.

Doch nicht nur die Emission, sondern auch der Handel ist nicht mehr länger an lizenzierte Börsen, Handelsplätze und Finanzinstitute gebunden. Letztere haben ihr Monopol betreffend sämtliche Typen von Kryptoassets längst eingebüsst. Dafür verantwortlich sind die dezentralisierten Handelsplätze, die sogenannten DEXs („decentralized exchanges“).

---

<sup>31</sup> Wikipedia, Kommodifizierung, abrufbar unter <<https://de.wikipedia.org/wiki/Kommodifizierung>>.

a) *Was ist ein DEX?*

Aus der Sicht eines Endnutzers im Kryptobereich bietet ein DEX weitgehende dieselben Funktionalitäten wie herkömmliche Kryptobörsen – diese werden entsprechend neuerdings als CEXs („centralized exchanges“), also zentralisierte Börsen, bezeichnet. Ein DEX ermöglicht das Handeln von Kryptoassets. Wer also einen Token gegen einen anderen Token tauschen möchte, kann hierfür die Dienste einer DEX nutzen.

Im Gegensatz zu herkömmlichen Börsen handeln DEXs nicht mittels eines zentral geführten Auftragsbuchs („order book“), sondern mittels dezentralisierten Smart Contracts – eine unmittelbar weitgreifende Innovation. Die DEXs aggregieren Liquidität für jedes entsprechende Handelspaar.

Lange Zeit wurde die Kryptowelt dafür kritisiert, mit Bitcoin und anderen Kryptoassets zwar über dezentrale Werteinheiten zu verfügen, nicht aber über dezentrale Handelsplätze, um diese zu handeln. In der Folge wurden mehrere Versuche unternommen, dezentrale Orderbücher direkt über die Blockchain zu führen. Wirklichen Erfolg verzeichneten diese Versuche angesichts technischer Unzulänglichkeiten allerdings nicht, denn das Führen eines Orderbuches ist auf einer öffentlichen Blockchain aufgrund der fehlenden Skalierbarkeit teuer und ineffizient.

Der wahre Durchbruch brachte die Innovation der sogenannten automatisierten Market-Maker (AMM). Bei einem AMM ist es der Smart Contract, der die Kryptoassets eines Handelspaares hält und fortlaufend einen Preis für den Kauf und Verkauf derselben vorgibt. Zur Verfügung gestellt werden die jeweiligen Kryptowerte von externen, d.h. dritten Liquiditätsanbietern, auch Liquidity Provider oder kurz LPs genannt. Für das Bereitstellen ihrer Kryptoassets werden diese Liquiditätsanbieter im Gegenzug mit Gebühren entlohnt, welche die DEX bzw. dessen Smart-Contract-Protokoll bei jedem Handel direkt einzieht.

Die Innovation eines automatisierten Market-Makers besteht darin, dass überhaupt kein Orderbuch existiert. Die Hauptvorteile eines AMM sind seine ständige Verfügbarkeit sowie die Tatsache, dass für den Handel von Kryptoassets keine Gegenpartei notwendig ist. Die Liquidität kann dezentral von jedermann bereitgestellt werden, während das Protokoll von jedermann für den Handel von Token verwendet werden kann.

b) *DEXes als beschleunigende Triebkraft*

Das Vorhandensein eines dezentralen Handelsplatzes, welche ohne Gegenpartei und ohne zentrale Kontrollinstanzen auskommt, impliziert, dass alle möglichen Kryptoassets zum Handel angeboten werden können – auch solche, die den Regulatoren widerstreben. Dasselbe gilt für die Marktteilnehmer: Ein Blockieren oder auch ein Whitelisting von Marktteilnehmern ist entweder technisch nicht möglich oder eine entsprechende Auflage faktisch schlicht nicht durchsetzbar.

Allerdings: Dass auch ein DEX nicht ganz ohne zentrale Kontrolle auskommt, wie oben am Beispiel von SushiSwap historisch dargelegt, haben verschiedene Beispiele bewiesen. So hat eine der grössten dezentralen Handelsbörsen, Uniswap, den Zugang zu Dutzenden Token auf ihrer Benutzeroberfläche in der Vergangenheit bereits gesperrt. Konkret war das bei Vermögenswerten geschehen, welche die Kurse von Börsenriesen wie Facebook oder Tesla synthetisch abbildeten. Solche Produkte unterliegen allgemein einer Prospekt-Pflicht, welcher auf einer dezentralen Handelsbörsen niemand nachkommt<sup>32</sup>. Letztlich führte der Druck von US-Behörden, insbesondere das NYSDFS<sup>33</sup> dazu, dass die Verantwortlichen von Uniswap die entsprechenden technischen Vorkehren vornahmen, trotz den früheren gegenteiligen Beteuerungen.

Neben der Zugriffssperre auf Kryptoassets, die als „synthetics“ traditionelle Vermögenswerte abbilden, haben DEXs wie Uniswap<sup>34</sup>, linch<sup>35</sup> oder PancakeSwap<sup>36</sup> ebenfalls bereits bewiesen, dass sie imstande sind, potenzielle Nutzer mittels Geo-Fencing oder Geo-Blocking von der Nutzung ihrer Protokolle über die offiziellen Benutzeroberflächen auszuschliessen.

Derartige Vorfälle scheinen dem Wesen dezentraler Handelsbörsen zuwiderzulaufen, schliesslich sollen DEXs ihrem Ethos und Namen nach jeden Ver-

---

<sup>32</sup> Regan Michael, Uniswap Restricts Fake-Stock Tokens as Regulatory Scrutiny Grows vom 16. Juli 2021, abrufbar unter <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-07-26/uniswap-restricts-fake-stock-tokens-as-regulatory-scrutiny-grows>>.

<sup>33</sup> New York State Department of Financial Services.

<sup>34</sup> The Defiant, Uniswap Website Geo-Ban Can't Stop DeFi vom 9. Dezember 2019, abrufbar unter <<https://newsletter.thedefiant.io/p/uniswap-website-geo-ban-cant-stop-370?s=r>>.

<sup>35</sup> Post Kollen, DEX aggregator linch blocks out US trades in preparation for separate American platform vom 29. September 2021, abrufbar unter <<https://www.theblockcrypto.com/linked/119055/dex-aggregator-linch-blocks-out-us-trades-in-preparation-for-separate-american-platform>>.

<sup>36</sup> Brenda Mary, PancakeSwap to geoblock users from Iran, North Korea, others vom 11. Februar 2022, abrufbar unter <<https://www.cryptopolitan.com/pancakeswap-announces-to-block-iran-ip/>>.

mögenswert anbieten und jedem Nutzer Zugang bieten können. Wichtig zu verstehen ist: DEXes wie Uniswap bestehen aus zwei Teilen, nämlich einer Front-End-Benutzerfläche und dem Protokoll selbst, das aus Smart Contracts bestehend auf einer Blockchain existiert. Meistens sind es offizielle Firmen – im Fall von Uniswap ist es die Universal Navigation Inc., agierend unter dem Namen Uniswap Labs – welche eine offizielle Front-End-Benutzeroberfläche zur Verfügung stellen. Letztere bietet einen einfachen Zugriff auf das Uniswap-Protokoll und ermöglicht eine breite kommerzielle Verwendung desselben.

Da nur die Front-End-Benutzeroberfläche, nicht aber das zugrundeliegende DeFi-Protokoll von Uniswap Labs kontrolliert wird, kann auf letzteres mit alternativen Front-End-Benutzeroberflächen frei zugegriffen werden. Das heisst: Jeder kann grundsätzlich eine Zugangsoberfläche zum DeFi-Protokoll und damit zur Plattform schaffen.

Und genau das ist geschehen: Als Uniswap über Geo-Blocking die Nutzer mehrerer Länder von der Nutzung ihrer offiziellen Front-End-Benutzeroberfläche ausschloss, sind in kürzester Zeit eine Reihe alternativer Front-End-Benutzeroberflächen aufgetaucht.<sup>37</sup> Solange diese Benutzeroberflächen auf Websites aufgeschaltet sind, welche wiederum bei zentralisierten Anbietern wie AWS, GCP, Azure gehostet sind, können auch diese Front-End-Benutzerflächen von staatlichen Stellen sanktioniert werden. Um diese Problematik zu entschärfen, arbeiten verschiedene Projekte daran, selbst das Front-End-Hosting zu dezentralisieren. So werden in Zukunft Webseiten bzw. die Front-End-Benutzeroberflächen von DEXs auf Peer-to-Peer-Netzwerken wie IPFS<sup>38</sup> oder auf dezentralen Speicherlösungen wie Dfinity<sup>39</sup> gehostet sein – das wiederum führt zur Dezentralisierung des gesamten DEX, mit den entsprechenden regulatorischen Herausforderungen, da für Kapitalmarktaufsicht, Geldwäscheerei-Belange etc. zu jenem Zeitpunkt jeglicher formeller Ansprechpartner fehlen wird.

In ihren Anfängen mögen DEXs also noch zentrale Choke Points – also Anknüpfungspunkte zur Ausübung von Kontrolle – gehabt haben. Innovationskraft führt aber dazu, dass mit jeder erfolgreichen Einschränkung einer dezentralisierten Handelsbörse diese Szene als Ganzes resilienter und als Folge zunehmend unkontrollierbarer werden wird.

---

<sup>37</sup> The Defiant, Uniswap Website Geo-Ban Can't Stop DeFi vom 9. Dezember 2019, abrufbar unter <<https://newsletter.thedefiant.io/p/uniswap-website-geo-ban-cant-stop-370?s=r>>.

<sup>38</sup> IPFS, abrufbar unter <<https://ipfs.io/>>.

<sup>39</sup> Internet computer,ETH, abrufbar unter <<https://dfinity.org/showcase/?tag=eth>>.

Die Büchse der Pandora in Bezug auf DEXs ist bereits geöffnet: Nicht nur werden DEXs widerstandsfähiger gegen zentralistische Kontrollversuche, auch die Anzahl an DEXs wächst rasant,<sup>40</sup> was das gesamte Feld zunehmend unübersichtlicher macht.

DEXs widerspiegeln letztlich das Bestreben eine dezentrale Welt der Finanzen zu realisieren. Eine dezentrale Börse kann grundsätzlich von jedermann gestartet werden. Im Vergleich zu einer zentralisierten Börse ist der Aufwand minimal. Bei einer zentralisierten Börse müssen Handelspaare geprüft und über ein dafür vorgesehenes Team lanciert werden. Börsenteilnehmer, die aufgenommen werden, müssen auf KYC-Anforderungen geprüft werden. Auch die Mittel, welche für den Handel auf einer Börse vorgesehen sind, müssen sorgfältig geprüft sein. Das betrifft die Geld- sowie die Wertpapiereseite. Insgesamt sind die Kosten nicht zuletzt aufgrund der vielen Auflagen hoch.

Bei einem DEX werden diese Vorgänge kondensiert und auf einige wenige reduziert. Handelspaare können von jedermann und praktisch kostenfrei aufgesetzt werden. Ein DEX ist letztlich Software, die auf einer öffentlichen Blockchain existiert.

#### *c) Über das Endgame und den Tipping-Point*

Wo wird diese Entwicklung hinführen? Security Tokens können auch auf einer DEX gelistet und somit für den Handel angeboten werden. Als Gedankenspiel weitergedacht wird jeder Security Token dereinst durch jedermann auf einer Vielzahl von DEXs „gelistet“ werden können. In Konsequenz bedeutet dies, dass immer mehr Security Tokens auf immer mehr DEXs von immer mehr Leuten lanciert werden. Das wiederum führt dazu, dass immer mehr Leute immer einfacher immer mehr Security Tokens handeln werden.

Dieses gedankliche Endgame ist aus Sicht des Gesetzgebers wie auch des Regulators wenig erstrebenswert: Die Regulierungsbehörde würde die Handhabe über und den Zugriff auf diese wuchernde Welt der Security Tokens verlieren. Wenn DEXs keine zentrale Anlaufstelle mit Ansprechpartnern haben und Zugriffsbeschränkungen aufgrund dezentralisierter Front-End-Applikationen wegfallen, können legale wie auch „illegale“ Token, z.B. mit Wertpapiere-Charakter, weder reguliert, noch verboten werden.

---

<sup>40</sup> Shen Muyao, DEXs Have Grown the Most as Competition Among Crypto Exchanges Intensifies: Chainalysis vom 9. November 2021, abrufbar unter <<https://www.nasdaq.com/articles/dexs-have-grown-the-most-as-competition-among-crypto-exchanges-intensifies-chainalysis>>.

Eine historische Analogie dazu bietet die Entwicklung der Telekommunikation. In der Schweiz und Liechtenstein hatte die schweizerische PTT (Post-, Telefon- und Telegrafengebiete) zwischen 1928 und 1998 das staatliche Monopol über die verschiedenen Telekommunikationsmittel inne.<sup>41</sup> Damit besass der Staatsbetrieb auch das Monopol auf herkömmliche Sprachübermittlung. Als dann die IP-Telefonie, auch Internettelefonie oder Voice over IP genannt, aufkam, bedrohte diese das Monopol, welches die schweizerische PTT auf der herkömmlichen Sprachübermittlung hatte. In der Folge gab es Versuche, das Telefonieren über das Internet zu verbieten. Je stärker das Internet aufkam und je allgegenwärtiger und einfacher es in der Nutzung wurde, desto schwieriger wurde es, ein Verbot der Internettelefonie durchzusetzen.

Noch ist der Tipping-Point bei Security Tokens noch nicht erreicht. Doch dürfte es nur eine Frage der Zeit sein, bis dieser eintrifft. Generell werden sowohl Emittenten wie auch Investoren in der Schweiz eher konservativ vorgehen. Es ist deshalb anzunehmen, dass der Innovationsdruck – wie so oft – aus dem tiefer regulierten Ausland kommen wird.

## Literaturverzeichnis

- Berg Chris/Davidson Sinclair/Potts Jason, Blockchains as Constitutional Orders: A Theorist of Political Economy and Social Philosophy, in: Buchanan James M. (Hrsg.), A Theorist of Political Economy and Social Philosophy, 383 ff.
- Greer Robert J., What is an Asset Class, Anyway?, Investment opportunities consist of more than just capital assets, *The Journal of Portfolio Management* 1997, 86 ff.
- Ischer Philipp, Das Ende der PTT. Die Schweizerische Telekommunikation im Spannungsfeld zwischen Digitalisierung und Deregulierung (1970 – 2008), *Zögu*, 268 ff.
- Lee Patricia H., Crowdfunding Capital in the Age of Blockchain-Based Tokens, *St. John's Law Review* 2018, 833 ff.
- Sheikh Husnara/Azmathullah Meer Rahima/Rizwan Faiza, Proof-of-Work Vs Proof-of-Stake: A Comparative Analysis and an Approach to Blockchain Consensus Mechanism, *IJRASET* 2018, 786 ff.
- Silver Charles, How The Transparency Of Blockchain Drives Value, *Forbes* vom 14. Februar 2020, <<https://www.forbes.com/sites/forbestechcouncil/2020/02/14/how-the-transparency-of-blockchain-drives-value/?sh=58ed1ad631a6>>.

---

<sup>41</sup> Ischer.







## Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

- Band 210      **Innovation und Disruption: Sanierungen, Exits, LIBOR-Ablösung und Blockchain**  
16. Tagung zu Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen – Tagungsband 2020  
THOMAS U. REUTTER, THOMAS WERLEN (Hrsg.), mit Beiträgen von Sophie Bastardo, Anna Capaul, Hans-Jakob Diem, Benjamin Leisinger, Daniel Raun, Patrick Schärli, Urs Schenker, Christian Schmid, Cornelia Stengel, Stefan Tränkle, Christoph Vonlanthen, 2021 – CHF 39.90.
- Band 211      **Current Challenges of European Integration**  
12<sup>th</sup> Network Europe Conference, 9 – 10 November 2020  
TOBIAS BAUMGARTNER, ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Beiträgen von André S. Berne, Jelena Ceranic Perisic, Viorel Cibotaru, Alex de Ruyter, Ivana Kunda, Tobias Lock, Lee McGowan, Peter Christian Müller-Graff, Tatjana Muravska, Attila Vincze, 2021 – CHF 39.90.
- Band 212      **Schwachstelle Mensch – Prävention gegen alte und neue Formen der Kriminalität**  
12. Zürcher Präventionsforum – Tagungsband 2021  
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, ROLF NÄGELI (Hrsg.), mit Beiträgen von Stefan Giger, Oliver Hirschi, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Rutger Leukfeldt, Mirjam Loewe-Baur, Nora Markwalder, Rick van der Kleij, Steve G.A. van der Weijer, Susanne van't Hoff-de Goede, 2022 – CHF 39.90.
- Band 213      **Hotspots des Sanierungsrechts**  
12. Fachtagung zur Sanierung und Insolvenz von Unternehmen – Tagungsband 2021  
THOMAS SPRECHER (Hrsg.), mit Beiträgen von Linus Cathomas, Hubert Gmünder, Daniel P. Oehri, Marina Schwizer, Roman Sturzenegger, Alexander von Jeinsen, 2022 – CHF 39.90.
- Band 214      **Jahrbuch Wirtschaftsrecht Schweiz – EU**  
Überblick und Kommentar 2021/2022  
ANDREAS KELLERHALS/TOBIAS BAUMGARTNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Hansjürg Appenzeller, Tobias Baumgartner, Benjamin Bergau, André S. Berne, Eliane Braun, Alexander Brunner, Janick Elsener, Jana Fischer, Thomas Geiser, Ulrike I. Heinrich, Vanessa Isler, Brigitta Kratz, David Mamane, Michael Mayer, Peter Rechsteiner, René Schreiber, Stefan Sulzer, Dirk Trüten, Wesselina Uebe, Andreas R. Ziegler, Laura P. Zilio, 2022 – CHF 49.90.
- Band 215      **Europa in turbulenten Zeiten**  
Referate zu Fragen der Zukunft Europas 2020/21  
ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Referaten von Jean Asselborn, Tatevik Baghdassarian, Michel Barnier, Paul Bulcke, Bundesrat Ignazio Cassis, Michail Chodorkowski, Prof. Kathleen Claussen, Dr. Henri Gétaz, Bundesverfassungsrichter Prof. Dr. Peter M. Huber, Prof. Michael Ignatieff, Prof. Dr. Günter Krings, Dr. Romeo Lacher, S.D. Erbprinz Alois von und zu Liechtenstein, Michel M. Liès, Petros Mavromichalis, Prof. Dr. Nils Melzer, Ambassador Jacques Pitteloud, Hon. Jed S. Rakoff, Dr. Norbert Riedel, Dr. Artem Rybchenko, 2022 – CHF 49.90.

- Band 216      **30 Jahre Europa Institut an der Universität Zürich**  
Auswahl öffentlicher Vorträge aus den letzten 30 Jahren  
ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Referaten von Hon. Samuel Alito, Lord Paddy Ashdown, Hon. Ruth Bader Ginsburg, The Rt Hon John Bercow MP, The Rt Hon Tony Blair, Zoran Djindjic, Dr. Andrzej Duda, Joachim Gauck, Dr. Peter Gauweiler, Dr. Hans-Dietrich Genscher, Valéry Giscard d'Estaing, Dr. Gregor Gysi, Jean-Claude Juncker, Dr. Helmut Kohl, Prof. Dr. Norbert Lammert, Enrico Letta, Michel M. Liès, Friedrich Merz, Adolf Muschg, Jean-Claude Trichet, Lord Christopher Patten of Barnes, Prof. Dr. Romano Prodi, Hon. Jed S. Rakoff, Anders Fogh Rasmussen, Mark Rutte, Hon. Antonin Scalia, Herman Van Rompuy, Fürst Hans-Adam II. von und zu Liechtenstein, Dr. Richard Freiherr von Weizsäcker, Prof. Dr. Andreas Voßkuhle, 2022 – CHF 49.90.
- Band 217      **Gefährdung durch psychisch auffällige Personen**  
Fachtagung Bedrohungsmanagement – Tagungsband 2021  
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, REINHARD BRUNNER (Hrsg.), mit Beiträgen von Lorenz Biberstein, Reinhard Brunner, Ladina Cavelti, Elmar Habermeyer, Corinne Kauf, Werner Schmid, Catharina Schmidt, Daniel Treuthardt, Andreas Werner, Ruedi Winet, 2022 – CHF 39.90.
- Band 218      **Jugendliche und junge Erwachsene im urbanen Umfeld als Fokus der Kriminalprävention**  
13. Zürcher Präventionsforum – Tagungsband 2022  
CHRISTIAN SCHWARZENEGGER, ROLF NÄGELI (Hrsg.), mit Beiträgen von Dirk Baier, Thomas Hestermann, Nicole Holderegger, Bernadette Schaffer, Martina Schneider, Simone Walser, Michael Wirz, Sven Zimmerlin, 2022 – CHF 39.90.
- Band 219      **Aktuelle Herausforderungen und Entwicklungen des Konzernrechts**  
Tagung zu Konzernrecht – Tagungsband 2020  
ALEXANDER VOGEL (Hrsg.), mit Beiträgen von Christoph B. Bühler, Thomas Geiser, Lukas Glanzmann, Karl Hofstetter, Alexander Vogel, 2022 – CHF 39.90.
- Band 220      **Mergers & Acquisitions in Recht und Praxis**  
23. Konferenz zu Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2020  
HANS-JAKOB DIEM (Hrsg.), mit Beiträgen von Nicolas Birkäuser, Brice Bolinger, Hans-Jakob Diem, Dieter Gericke, Thomas Karg, Marcel Meinhardt, Frank Röhling, Franziska Stadtherr-Glättli, Marco Superina, Philippe A. Weber, 2022 – CHF 39.90.
- Band 221      **Rechnungswesen und Kapitalschutz im Strafrecht**  
12. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2021  
MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, DAVID ZOLLINGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Lorenz Garland, Lukas Glanzmann, Daniel Holenstein, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Christian Krämer, Stefan Maeder, Nora Markwalder, David Zollinger, 2022 – CHF 39.90.
- Band 222      **Mergers & Acquisitions – Aktuelle Entwicklungen in Recht und Praxis**  
24. Zürcher Konferenz zu Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2021  
HANS-JAKOB DIEM (Hrsg.), mit Beiträgen von Daniel Aegerter, Hans-Jakob Diem, Frank Gerhard, Lorenz Lehmann, Alex Nikitine, Patrick Schmidt, 2022 – CHF 39.90.

## Weitere Publikationen und Monografien

### **Begegnungen**

Beiträge von Assistierenden zum 50. Geburtstag von Thomas Gächter

KERSTIN NOELLE VOKINGER, MATTHIAS KRADOLFER, PHILIPP EGLI (Hrsg.), mit Beiträgen von Matthias Appenzeller, Meret Baumann, Petra Betschart-Koller, Brigitte Blum-Schneider, Caroline Brugger Schmidt, Danka Dusek, Philipp Egli, Martina Filippo, Maya Geckeler Hunziker, Kaspar Gerber, Sarah Hack-Leoni, Silvio Hauser, Matthias Kradolfer, Michael E. Meier, Eva Slavik, Jürg Marcel Tiefenthal, Dania Tremp, Thuy Xuan Truong, Dominique Vogt, Kerstin Noëlle Vokinger, 2021 – CHF 49.90/39.90.

### **«Vielfalt in der Einheit» am Ende?**

JÜRIG MARCEL TIEFENTHAL, 2021 – CHF 54.90.

### **Kommentar zur Schaffhauser Verwaltungsverwaltungspflege**

Verwaltungsrechtspflegegesetz (VRG) – Justizgesetz (JG)

KILIAN MEYER, OLIVER HERRMANN, STEFAN BILGER (Hrsg.), mit Beiträgen von Andreas Baeckert, Cristina Baumgartner-Spahn, Stefan Bilger, Susanne Bollinger, Nina Dajcar, Alfons Fratschöl, Natalie Greh, Nicole Heingärtner, Oliver Herrmann, Natascha Honegger, Basil Hotz, Beat Keller, Arnold Marti, Kilian Meyer, Beatrice Moll, Alexander Rihs, Christian Ritzmann, Patrick Spahn, Beat Sulzberger, Daniel Sutter, Nihat Tektas, Konrad Waldvogel, Dina Weil, 2021 – CHF 79.00/99.00.

### **Geltungsbereich des Kollektivanlagenrechts**

THOMAS JUTZI, DAMIAN SIERADZKI, 2022 – CHF 39.90/59.90.

### **25 Jahre Kartellgesetz – ein kritischer Ausblick**

HENRIQUE SCHNEIDER, ANDREAS KELLERHALS (Hrsg.), mit Beiträgen von Jean-Pierre Bringham, Daniel Emch, Andreas Kellerhals, Pranvera Këllezi, Laura Müller, Cristina Schaffner, Henrique Schneider, Markus Saurer, Anne-Cathrine Tanner, Nina Zosso, 2022 – CHF 39.90/59.90.

### **Der Empfang der Sakramente der Busse, der Eucharistie oder der Krankensalbung durch katholische Gläubige in einer nichtkatholischen Kirche oder kirchlichen Gemeinschaft**

Rechtsgeschichtliche Entwicklung der kanonischen Normen

ANDREA G. RÖLLIN, 2022 – CHF 39.90/59.90.

### **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.

Dieser 8. Band zu Private Equity ist ein Muss für (Rechts-)Berater und Akteure der Private Equity und Venture Capital-Welt. Die Beiträge decken Themen ab wie die neuen SPAC- und SPARKS- Möglichkeiten an der SIX Swiss Exchange, Investorenschutz bei Finanzierungsrunden, geeignete Incentive Strukturen, Risiken von Verwaltungsratsmandaten in Start-ups, DLT-Regulierung und Kryptowelt sowie die Nutzbarmachung des neuen Aktienrechts für Private Equity und Venture Capital. Sie basieren auf den Vorträgen erfahrener Fachexperten anlässlich der 8. Tagung zu Private Equity des Europa Instituts an der Universität Zürich vom April 2022. Zusammen mit den bisher erschienen Bänden liegt ein Sammelwerk vor über die wichtigsten Themen von Private Equity und Venture Capital, verfasst von führenden Experten auf diesem Gebiet.

Mit Beiträgen von:

Valeria Ceccarelli

Dieter Gericke

Nathan Kaiser

Margrit Marti

Frédéric Rochat

Matthias Staehelin

Kevin Vangehr

Christian Wenger