EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:
Dieter Gericke

Disruptive Märkte, AI-Technologien und Akteure in Private Equity – Wohin geht die Reise?

10. Tagung zu Private Equity
Tagungsband 2026

EIZ Publishing

EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:
Dieter Gericke

Disruptive Märkte, AI-Technologien und Akteure in Private Equity – Wohin geht die Reise?

10. Tagung zu Private Equity

EIZ Publishing

© 2026 – CC BY-SA

Verlag: EIZ Publishing (eizpublishing.ch),
Bellerivestrasse 49, 8008 Zürich, Schweiz
eizpublishing@europa-institut.ch
Herausgeber: Dieter Gericke
ISBN:
978-3-03994-145-2 (Print – Softcover)
978-3-03994-146-9 (PDF)
DOI: https://doi.org/10.36862/6CR3-2D1R
Version: 1.01 – 20261105

Dieses Werk ist als gedrucktes Buch sowie als E-Book (open access) in verschiedenen Formaten verfügbar. Weitere Informationen finden Sie unter der URL: https://eizpublishing.ch/publikationen/private-equity-10/.

Vorwort

Die zehnte Folge der Private Equity-Tagung des Europa Instituts an der Universität Zürich / ETHZ im Januar 2026 war wiederum Treffpunkt von Rechtsexperten, Akademikern, Private Equity Investoren, Unternehmern und Gesellschaften der Private Equity-Szene Schweiz und auch von Vertretern der regulierenden Behörden. Die Veranstaltung diente neben dem fachlichen Austausch auch der Vernetzung zwischen Teilnehmenden und führenden Expertinnen und Experten.

Anfangs Jahr war die geopolitische Lage noch einigermassen entspannt und die allgemeine Stimmung in der Wirtschaftswelt sehr positiv. Entsprechend standen vermehrt wieder «bullishe» Themen im Vordergrund: Von sehr hoher praktischer Aktualität war und ist das von ETH-Experten eigens entwickelte, mit künstlicher Intelligenz operierende Instrument zur Analyse der ökonomischen Auswirkungen von Venture Capital-Verträgen. Ferner befassen sich die Beiträge mit Markttrends wie Owner-Buyout Transaktionen oder Sportinvestments, mit Exit-Strategien und Steuerfolgen bei Exits und Ausschüttungen an Fonds, mit den neuen SECA Standardverträgen sowie mit besonderen Haftungsfragen bei Private Equity-Transaktionen.

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

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

Zürich, im November 2026 Dieter Gericke

Inhaltsübersicht

Owner Buyout Transactions in Switzerland: Myth or Reality? 9

Philippe Jacquemoud, LL.M., *Rechtsanwalt, Partner bei Jacquemoud Stanislas, Genf*
Aurélie Guex-Crosier, LL.M., *Rechtsanwältin, Jacquemoud Stanislas, Genf*

Steuerrechtliche Herausforderungen bei Exits und Ausschüttungen an Private Equity Fonds 63

Stefan Oesterhelt, LL.M., *Rechtsanwalt und dipl. Steuerexperte, Partner bei Homburger, Zürich*

Private Equity in the Sports Industry – Chancen, Hürden und Herausforderungen in der Schweiz? 103

Stephan Erni, LL.M., *Rechtsanwalt, Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich*
Larissa Bassin, M.A. HSG *in Law and Economics, Substitutin bei Lenz & Staehelin, Zürich*

Fit für die Zukunft: Die neue SECA VC Model Documentation im Praxis-Check 143

Margrit Marti, LL.M., *Rechtsanwältin, Partnerin bei Niederer Kraft Frey, Zürich*

Mapping Contracts to Economic Outcomes Using AI: A Case Study in Legal Visualization 187

Isabelle Siegrist, *PhD Studentin/Studiengang Doktorat D-GESS, ETH Zürich, Zürich*
Prof. Dr. Alexander Stremitzer, *Ordentlicher Professor am Departement Geistes-, Sozial- und Staatswissenschaften, ETH Zürich, Zürich*
Prof. Dr. Elliott Ash, *Ausserordentlicher Professor am Departement Geistes-, Sozial- und Staatswissenschaften, ETH Zürich, Zürich*

Das Haftungsregime in Private Equity Transaktionen – Ausgewählte Themen anhand von Fällen aus der Praxis 203

Pascal Honold, LL.M., *Rechtsanwalt, Partner bei Wenger Vieli AG, Zürich*
Elisha Odenheimer, *Rechtsanwalt, Associate bei Wenger Vieli AG, Zürich*

Owner Buyout Transactions in Switzerland: Myth or Reality?

Philippe Jacquemoud, Aurélie Guex-Crosier*

Content

I. Introduction 10

II. Owner Buyout 11

III. Transposition – Tax Considerations 12
1. Legislative History of the Transposition Rule 12
a) Generalities 12
b) Case Law 13
aa) Tax Evasion Doctrine 13
bb) Economic Interpretation 15
c) Legislative History of art. 20a para. 1 lit. b LIFD 16
2. Transposition Conditions 20
3. Classic Transposition: Vendor Loan 23
4. Classic Transposition: Shares 25

IV. Structuring Options 26
1. Structuring Option 1 – Creation of PersoCo 27
a) Step 1 – Creation of PersoCo 27
b) Step 2 – Sale of 25% 30
c) Step 3 – Incorporation of NewCo 31
d) Step 4 – Sale of 40% 33
e) Key Takeaways of Structuring Option 1 34
2. Structuring Option 2 – Private Wealth and Partial Transposition 35
a) Step 1 – Sale of 25% 35
b) Step 2 – Incorporation of NewCo by the Investor 36
c) Step 3 – Sale of 40% 37
d) Step 4 – Contribution in Kind by the Owner 39
e) Key Takeaways of Structuring Option 2 40
aa) Absence of Transposition 40
bb) Absence of Tax Evasion 40
cc) Critics of the Practice 43
3. Structuring Option 3 – Private Wealth and No Transposition 44
a) Step 1 – Sale of 65% 44
b) Step 2 – Incorporation of NewCo 45

* The authors thank Noémie Ashton-Lomax for her contribution to this publication.

c) Step 3 – Repayments 46
d) Key Takeaways of Structuring Option 3 47

V. Shareholders' Agreement 48
1. Exit Process 48
a) Triggering Person 49
aa) Owner 49
bb) Investor 49
b) Timing 50
c) Valuation 51
d) Call Option and Put Option 52
2. Breach of the Shareholders' Agreement 55
3. Deadlock Situation 55
4. Miscellaneous 58

VI. Conclusion 58

Annex 1: Exit Process – Summary of tensions/interests of the Parties 60

Bibliography 61

I. Introduction

Are owner buyout transactions in Switzerland a myth or a reality?

An owner buyout transaction allows a business owner to partially cash out by selling part of his or her shareholding while reinvesting the remaining shares.[1] This structure enables the owner to achieve liquidity while retaining control of the company.[2] In Switzerland, however, implementing an owner buyout raises significant structuring challenges due to tax considerations. One key issue in this regard is the transposition rule[3] which may prevent an owner buyout from being carried out in a tax-efficient manner. These tax constraints may discourage owners from pursuing such transactions in Switzerland and may lead some to view the owner buyout as largely theoretical in practice, in other words, a myth.

As will be shown, despite the tax challenges involved, owner buyout transactions are not a myth but can be a reality in Switzerland although the structuring solutions required to achieve tax efficiency may make such transactions more complex and costly.

---

1 Tschäni et al., Rz. 456.

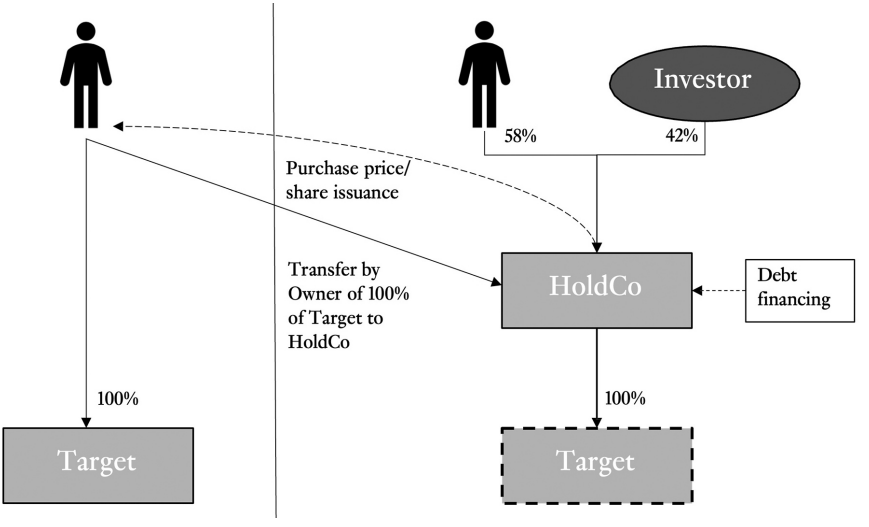
2 Tschäni et al., Rz. 456.

3 Art. 20a para. 1 lit. b of the Federal Act on the Federal Direct Tax from 14 December 1990 (LIFD/DGB, SR 642.11). For clarity, this law will be referred to – throughout this publication – using the French abbreviation, *i.e.* LIFD.

This publication describes and illustrates in further detail the concept of the owner buyout transaction (II.), the tax concept of transposition (III.) and explores three structuring options which enable an owner buyout to be implemented in a tax-efficient manner (IV.). Finally, we discuss key issues that may arise in relation to the negotiation of the shareholders' agreement between the owner and the investor (V.).

II. Owner Buyout

An owner buyout transaction, similar in structure to a management buyout transaction, may be defined as a financial transaction whereby an owner sells a portion of the shares in his or her company (hereinafter "Target") to a controlled holding company (hereinafter "HoldCo"), as illustrated below.[4]



Graphic 1: illustration of an owner buyout transaction

The principal characteristics of an owner buyout transaction may be summarized as follows: a company owner transfers all or part of his or her shareholding in an operating company (*i.e.* Target) to a holding company (*i.e.* HoldCo) which he or she controls, while simultaneously attracting a third-party investor and, where appropriate, obtaining debt financing at the level of HoldCo.[5] The result is a partial cash-out for the owner, who retains a majority

4 Tschäni et al., Rz. 455 f.
5 Tschäni et al., Rz. 456.

stake, both economically and in terms of voting rights, in the newly structured group.[6] These steps are illustrated and discussed in greater detail below (see below IV.).

The structural features of an owner buyout transaction may trigger the application of the Swiss transposition rule, which may adversely affect the tax efficiency of the transaction.

III. Transposition – Tax Considerations

The legislative history of the transposition rule highlights the close connection with owner buyout transactions. It is discussed below (III.1.), followed by a description of the conditions for the application of the transposition rule and an illustration of the two classic transposition scenarios (III.2. to III.4.).

1. Legislative History of the Transposition Rule

a) Generalities

Swiss tax laws exempt capital gains realized by individuals on privately held assets from income tax.[7] Art. 16 para. 3 LIFD states that:

> "Capital gains realized upon the disposal of assets from private wealth are not taxable".[8]

Under art. 16 para. 3 LIFD, an amount received as compensation in exchange for a source of income constitutes a tax-exempt capital gain rather than taxable income.[9] The proceeds received upon the disposal of shares are treated as compensation in exchange for the source of income represented by those shares, the income of which consists in dividends.[10] It follows that an owner may dispose of shares, and thereby transfer the right to future earnings, while realizing a tax-exempt capital gain on the proceeds. We aim to stress that the tax-exempt capital gain creates a distortion in the tax system since the seller realizes a capital gain on future dividend streams, which would have otherwise been taxed, while the buyer might not pay taxes on such dividends. It is important to understand that this situation can only be accepted as

6 Tschäni et al., Rz. 456.
7 Art. 16 para. 3 LIFD.
8 Art. 16 para. 3 LIFD.
9 Noël, Art. 16, CR LIFD, Rz. 59.
10 Noël, Art. 16, CR LIFD, Rz. 59.

imperfect in the tax system but respects the wishes of the population, which massively rejected an initiative to tax capital gains back in 2001 (66%).[11]

The transposition is an exception to the tax-exempt capital gain provided for by art. 16 para. 3 LIFD.[12]

The transposition rule addresses the risk of self-dealing transactions through which a shareholder could achieve a tax-exempt capital gain by selling shares to a controlled company.[13] In such circumstances, the tax-exempt capital gain might be requalified as a taxable income under certain circumstances (art. 20a para. 1 lit. b LIFD).

b) Case Law

Prior to January 1st, 2007 when the transposition rule was codified in the LIFD, the concept of transposition had been developed exclusively through case law. The Federal Court initially based the transposition doctrine on the need to prevent tax evasion (III.1.b)aa)).[14] Subsequently, the Federal Court ruled that the transposition doctrine was in fact based on an economic interpretation of tax law, rendering recourse to the tax evasion doctrine unnecessary (III.1.b)bb)).[15]

aa) Tax Evasion Doctrine

In a decision of the Federal Court of 1967, the owner sold his shares in his operating company to a holding company under his control against payment of a total consideration of CHF 2,970,000 of which CHF 1,003,045 was paid in cash and CHF 1,967,955 took the form of a vendor loan.[16] It is critical to mention that the owner created the holding company by issuing the shares against cash at the nominal value.[17] The money was lent to the owner by a bank.[18] In addition, after the transaction, the holding company immediately used the cash of the operating company to repay the vendor loan and hence the bank.[19] In other words, the cash component (i) came from the owner and (ii) could have been repaid tax-free through a reduction of the nominal value.[20] Put it

11 Available on <https://www.bk.admin.ch/ch/f/pore/va/20011202/det484.html>.
12 Cornu, 430.
13 Noël, Art. 20a, CR LIFD, Rz. 8.
14 Cornu, 431.
15 Cornu, 431 f.
16 BGE 93 I 722 E. A S. 722 f.
17 BGE 93 I 722 E. A S. 722 f.
18 BGE 93 I 722 E. A S. 722 f.
19 BGE 93 I 722 E. A S. 722 f.
20 BGE 93 I 722 E. A S. 722 f.

differently, the cash on the asset side of the holding balance sheet was credited against nominal value, which could be repaid tax-free to the owner.[21] The same holds true for the vendor loan, which could have been repaid tax-free to the owner.[22] Y SA's balance sheet immediately following the acquisition, but prior to the settlement of the purchase price payable to the owner, illustrates the issue described above and would be as follows, it being specified that the figures have been rounded:

Y SA Balance Sheet

Assets (CHF)	Liabilities (CHF)
CHF 1M Cash CHF 2.97M X SA	Vendor Loan 1.97 M Cash to be paid to owner CHF 1M Nominal value 1M
3.97M Total	Total 3.97M

In this case, the Federal Court held that the subsequent tax-exempt distribution of open reserves to the holding company (which could then be used to reimburse the vendor loan) constituted tax evasion, insofar as such distribution would have been subject to tax had it been made directly to the owner prior to the transfer.[23] It should be noted that this Federal Court decision is the only known decision of the Federal Court addressing the transposition doctrine where a cash consideration, but here credited to nominal value, is paid to the transferor. In that specific case, the cash proceeds came directly from the owner, credited against nominal value, and in addition financed through the open reserves of the transferred company,[24] and not from a third-party, which are key distinctions with respect to the structuring options examined below (see IV.). The absence of any other known Federal Court decision addressing the cash consideration issue, together with the parliamentary debates discussed below (see III.1.c)), which take the same view, suggests that the legislature did not intend, always subject to tax evasion, the transposition rules to encompass the payment of a cash consideration derived from a third-party source or otherwise credited to reserves that cannot be repaid tax-free. It should be further noted that, where the relevant conditions are met, in particular the 20% threshold, the distribution of cash proceeds derived directly from the transferred company would nowadays fall within the

21 BGE 93 I 722 E. A S. 722 f.
22 BGE 93 I 722 E. A S. 722 f.
23 Cornu, 431.
24 BGE 93 I 722 E. A S. 722 f.

scope of the indirect partial liquidation regime (art. 20a para. 1 lit. a LIFD), the detailed examination of which falls outside the scope of this publication.

The Federal Court set out the conditions for tax evasion which are (i) an unusual legal structuring, (ii) the choice of such legal structuring is abusive and made with the sole purpose of avoiding taxes that would otherwise have been paid, and (iii) the legal structuring effectively leads to a substantial tax reduction.[25] The Federal Court held that all the conditions for tax evasion were met, finding that the owner had incorporated the holding company with the specific purpose of reducing his tax burden, namely, by selling the shares of the operating company to the holding company and subsequently distributing the reserves of the operating company to the holding company and then to the owner by way of a vendor loan and/or repayment of nominal value, free of tax.[26] The conclusion of the Federal Court in this case is not debated in this presentation.

bb) Economic Interpretation

In the leading case on the economic interpretation of the transposition doctrine dated 1973, an owner transferred shares in six companies under his control to a holding company against a vendor loan.[27] The Federal Court held that, by proceeding in this manner, the owner was able to cause the reserves of the operating companies to be distributed to the holding company free of tax, by virtue of the participation exemption.[28] The holding company could in turn distribute those reserves to the owner free of tax, by way of reimbursement of the vendor loan.[29] Furthermore, the Federal Court held that no genuine economic transfer of the shares of the operating companies had taken place and that, accordingly, the condition of an effective transfer, which is required for a capital gain to qualify as tax-exempt, was not met.[30] The Federal Court's reasoning rests on the finding that the conditions of the relevant statutory provision had not been met due to the absence of genuine transfer.[31] The Federal Court further held that the tax evasion doctrine only applies where the relevant tax provision is itself inapplicable which was not the case in the present circumstances.[32]

---

25 BGE 93 I 722 E. 1 S. 725.
26 BGE 93 I 722 E. 2 S. 725 ff.
27 Archiv für schweizerisches Abgaberecht (ASA) 1973 Nr. 42 393 E. A S. 393 ff.
28 ASA 1973 Nr. 42 393 E. 2 S. 397 f.
29 ASA 1973 Nr. 42 393 E. 2 S. 397 f.
30 ASA 1973 Nr. 42 393 E. 2 S. 397 f.
31 ASA 1973 Nr. 42 393 E. 1 S. 396 f.
32 ASA 1973 Nr. 42 393 E. 1 S. 396 f.

In summary, according to the Federal Court, the purpose of the transposition doctrine was to prevent the reserves held at the level of the transferred company, which would be subject to tax if distributed directly to the shareholder, from being converted into tax-exempt income through the participation exemption available to the acquiring company.[33] The owner's control over the acquiring company had consistently been recognized as a key condition identified by the Federal Court in this context.[34] This element formed the basis of the tax authorities' reasoning when recharacterizing such transactions, on the ground that, from an economic perspective, no genuine transfer had occurred.[35]

It follows from the foregoing case law that, prior to its codification in 2007, a transaction was requalified under the transposition doctrine only where two cumulative conditions were met: (i) the target company held open reserves that could be distributed to the acquiring company free of tax by virtue of the participation exemption (thereby converting what would have been taxable dividend income into a tax-exempt gain for the owner); and (ii) the acquiring company's balance sheet showed, on the liabilities side, a claim held by the owner, whether in the form of nominal value, capital contribution reserves, or a debt instrument such as a vendor loan, that could be repaid to the owner free of tax. These two conditions are not mere factual observations: they define the economic mischief that the transposition doctrine was designed to prevent, namely, the conversion of existing, already-earned reserves into a tax-exempt repayment to the owner. Neither condition alone suffices; both must be present for a genuine risk of tax circumvention to arise. This dual requirement, which emerges clearly from the 1967 and 1973 decisions discussed above, is of direct relevance to the interpretation of art. 20a para. 1 lit. b LIFD and to the analysis of structuring options 2 and 3 below (IV.2. and IV.3.).

As of January 1st, 2007, the transposition rule has been codified in art. 20a para. 1 lit. b LIFD as discussed below (see III.2.).

c) Legislative History of art. 20a para. 1 lit. b LIFD

Art. 20a para. 1 lit. b LIFD was adopted in the context of the Corporate Tax Reform II.[36] The purpose of this provision was to enhance legal certainty with

---

33 Cornu, 432 f.

34 Cornu, 432.

35 Cornu, 432.

36 Message from the Federal Council of 22 June 2005 about the Federal Act on Improving Tax Conditions for Business Activities and Investment, BBI 2005, 4733 ff. (for the French version: FF 2005, 4469 ff.).

respect to tax-exempt capital gains and the exceptions thereto, in particular the transposition rule.[37] Parliamentary debates reveal that certain members of Parliament expressed concern about the Federal Court's tendency, in the early 2000s, to take an increasingly restrictive approach to the taxation of transfers of holding companies, in particular in the context of transfers to heirs, and called upon the Federal Council to refrain from any measures that would further tighten the then prevailing practice in relation to requalification of tax-exempt capital gain in taxable income.[38] These parliamentary intervention took place following a referendum rejecting a proposed initiative aimed at the introduction of a capital gains tax on private assets thereby demonstrating that the electorate was equally opposed to the taxation of capital gains.[39] This popular rejection of a capital gains tax explains the sensitivity of members of Parliament to any judicial trend that might effectively reintroduce such taxation through the requalification of capital gains as taxable income. In particular, Mr. Hans Lauri, a member of the Council of States, emphasized that the financing of a purchase price by means of the distribution of future earnings was a common practice and did not give rise to any adverse tax consequences.[40] He accordingly called upon Parliament to legislate so as to revert to the previous, and more permissive, practice under which capital gains were exempt from tax where the purchase price was financed by means of future earnings.[41] The Federal Council considered that Mr. Lauri's proposal did not enhance legal certainty and was not appropriate in the circumstances.[42] It did not, however, challenge the underlying proposition that the financing of a transfer through future earnings was unobjectionable from a tax perspective.[43] It should be noted that Mr. Lauri's proposal related specifically to the indirect partial liquidation regime,[44] the detailed examination of which falls outside the scope of this publication, but that further proposals of broader scope, extending to the transposition rules, were also advanced in the same direction. In particular, the Radical-Liberal Group, a parliamentary group of the National Council, and Mr. J. Alexander Baumann, a member of the National

---

37 BBI 2005, 4773 (for the French version: FF 2005, 4509).

38 Available on <https://www.parlament.ch/fr/ratsbetrieb/suche-curia-vista/geschaeft?AffairId=19993088>; Available on <https://www.parlament.ch/fr/ratsbetrieb/suche-curia-vista/geschaeft?AffairId=20053047>; Available on <https://www.parlament.ch/fr/ratsbetrieb/suche-curia-vista/geschaeft?AffairId=20053049>; BBI 2005, 4776 f. (for the French version: FF 2005, 4513).

39 BBI 2005, 4745, 4776 f. (for the French version: FF 2005, 4481, 4513).

40 BBI 2005, 4776 f. (for the French version: FF 2005, 4513).

41 BBI 2005, 4776 f. (for the French version: FF 2005, 4513).

42 BBI 2005, 4778 (for the French version: FF 2005, 4514).

43 BBI 2005, 4778 (for the French version: FF 2005, 4514).

44 BBI 2005, 4778 (for the French version: FF 2005, 4514).

Council, also lodged motions providing for an exemption from corporate income tax where a transfer is financed by means of future earnings.[45] Here again, the Federal Council did not challenge the proposition that financing through future earnings was unobjectionable from a tax perspective.[46] It also represents pure common sense since the capital gain is in fact a swap of future earnings against an immediate consideration.

It should also be noted that, prior to 2007, no known decisions of the Federal Court had addressed the issue of financing through future earnings, the case law having been confined to situations involving the distribution of existing open reserves, the tax treatment of which would change following the transfer (see above III.1.b)). It is in a decision of 2017 that the Federal Court addressed the question of the financing of a purchase price through future earnings.[47] In that case, a father sold 50% of the share capital of a company he owned to a company wholly owned by his son against a vendor loan.[48] The father subsequently donated half of his vendor loan to his son.[49] That donation was assessed to tax on the basis of the transposition rule.[50] Art. 20a para. 1 lit. b LIFD was not applicable since the transfer had not been made by the father to a company under his control but the Federal Court nonetheless held that no tax-exempt capital gain had occurred, on the basis of the tax evasion doctrine.[51] In this context, the Federal Court stated that the acquisition of a company through an acquisition vehicle makes commercial sense, insofar as it facilitates the financing of the acquisition, the future earnings of the acquired company being distributable to the acquiring company free of corporate income tax by virtue of the participation exemption and being available for the repayment of the acquisition debt.[52] The Federal Court nevertheless held that the structure chosen by the father and the son was abusive and constituted a tax evasion giving rise to income tax liability, on the ground that the true purpose of the transaction was to achieve a tax-free donation by means of an abusive legal structure.[53] The Federal Court explicitly noted that the interposition of an acquisition vehicle for the genuine purpose of facilitating the financing of a transaction, and not to achieve a tax-free donation, would

45 BBI 2005, 4778 f. (for the French version: FF 2005, 4515).
46 BBI 2005, 4778 f. (for the French version: FF 2005, 4515).
47 Case from the Supreme Court 2C_168/2017 dated October 26, 2017.
48 BGer 2C_168/2017 E. A.
49 BGer 2C_168/2017 E. A.
50 BGer 2C_168/2017 E. A.
51 BGer 2C_168/2017 E. 3 f.
52 BGer 2C_168/2017 E. 4.1.
53 BGer 2C_168/2017 E. 3 f.

not have been abusive.[54] We concur with the Federal Court's opinion on this case.

Taken together, these parliamentary interventions, none of which was substantively challenged by the Federal Council, and the decision of the Federal Court of 2017 demonstrate that the legislature did not intend art. 20a para. 1 lit. b LIFD to apply to situations where the acquisition price is reimbursed by means of the future earnings of the acquired company insofar as the acquisition company does not book on the liabilities side of the balance sheet a liability that may be repaid tax-free to the owner (*i.e.*, nominal value, capital contribution reserves or debt such as a vendor loan). The Federal Council's message explicitly states that the transposition rule is intended to address the issue of earnings that have not yet been distributed, which, *a contrario*, does not encompass future earnings that do not yet exist at the time of the transaction.[55] On the other hand, the accumulation of profits, *i.e.* the practice of retaining profits within a company rather than distributing them, with the aim of subsequently realizing them as a tax-exempt capital gain rather than as taxable dividend income, is sometimes identified as a distinct concern in this context.[56] This concern, however, relates to past accumulated earnings and is therefore entirely distinct from the use of future earnings to finance an acquisition. Notwithstanding the clear intent of both the electorate and the legislature to limit the scope of the transposition rules, it will be seen that the legal provision eventually adopted (art. 20a para. 1 lit. b LIFD) has, on the contrary, extended that scope to encompass situations where future earnings are used to repay capital, reserves or a vendor loan to the owner of a transferred company to a controlled acquiring company (see above III.3.). However, we will show that the transposition shall not apply to situations where (i) there is no use of open reserves at the level of the operating company to finance the purchase (most likely already subject to the indirect partial liquidation provision) and (ii) there is no liability towards the owner that can be repaid tax-free, always provided that a genuine transfer of shares takes place. The legislative history examined above, and the key distinction between a vendor loan granted to the owner and third-party acquisition financing, are of direct relevance to the analysis of structuring options 2 and 3 examined below (IV.2. and IV.3.).

54 BGer 2C_168/2017 E. 3 f.
55 BBI 2005, 4803 (for the French version: FF 2005, 4539).
56 BBI 2005, 4792 f. (for the French version: FF 2005, 4529).

2. Transposition Conditions

Art. 20a para. 1 lit. b LIFD states that:

> "Also considered as income from movable assets within the meaning of art. 20 para. 1 lit. c is [...] the proceeds from the transfer of a participation in the share capital or in the nominal capital of a company limited by shares or a cooperative society, where such transfer constitutes a transfer from private assets to the business assets of a partnership or a legal entity in which the seller or the person making the contribution holds a participation of at least 50% in the capital after the transfer, to the extent that the total consideration received exceeds the sum of the nominal value of the transferred participation and the capital contribution reserves referred to in art. 20 para. 3 to 7; the same applies where several participants effect the transfer jointly".[57]

Pursuant to art. 20a para. 1 lit. b LIFD, there are four conditions triggering a transposition. Those conditions are:

- the sale or contribution in kind of shares by the owner.
  In an owner buyout transaction, this first condition is most likely always met since it involves a sale or a contribution in kind of shares by the owner.
- the control by the owner over the company acquiring the sold/contributed shares.
  Control exists where the owner owns at least 50% of the economic rights.[58] The voting rights are not relevant in this respect.[59] However, a controversy exists amongst cantons. Some cantons consider that there is no control if the owner retains 51% of the voting rights over the acquiring company but has 49% of the economic rights of the acquiring company in accordance with the legal doctrine. Other cantons consider that the fact that the owner is retaining 51% of the voting rights is enough to trigger a transposition. In the first cantons, an owner may implement a tax-efficient owner buyout transaction. However, a decoupling of voting rights and economic rights would not be consistent with the concept of an owner buyout.
- the transfer of the sold/contributed shares from the private wealth to the commercial wealth.
  No transposition is triggered if the selling party is a tax-blocker company since there will be no transfer from the private wealth to the commercial wealth in such a case.

---

57 Art. 20 para. 1 lit. b LIFD.
58 Steuerentscheid (StE) 2018 A 12 Nr. 27 148 ff. E. 3.2.
59 StE 2018 A 12 Nr. 27 148 ff. E. 3.2.

– the consideration received by the owner exceeds the nominal value of the sold or contributed shares, plus their *pro rata* of the related capital contribution reserves (the "CCR Value").

  As regards the form of the consideration, certain authors as well as the Federal Court have explicitly noted that, in the context of a transposition, the consideration received by the owner must take the form either of an issuance of shares in HoldCo or of a shareholder loan, since those are the situations in which a latent tax burden is extinguished.[60] This view can be reconciled with the Federal Council message adding the cash as consideration. Indeed, as the decision discussed above illustrates, the decisive element is the nature of the item recorded on the liabilities side of the acquisition vehicle's balance sheet. In this decision, the owner issued new shares at nominal value against a cash consideration which was then used to pay the purchase price. What was relevant was not the cash but the fact that the nominal value (liability side of the cash entry) could have been distributed tax-free to the owner. The inclusion of a cash consideration financed by a third-party source is, however, difficult to reconcile with the legislative history of the transposition rules, as discussed further in this publication since it does not create a potential tax-free repayment to the owner coming from the liabilities side of HoldCo's balance sheet (III.1. and IV.3.d)).

  In the authors' submission, the correct interpretation of the fourth condition requires not only that the consideration exceeds the CCR Value in a purely arithmetic sense, but also that such excess consideration finds its counterpart, on the liabilities side of the acquiring company's balance sheet, in a claim that may be repaid to the owner free of tax, whether in the form of nominal value, capital contribution reserves, or a debt instrument such as a vendor loan. This "liability-counterpart principle" is grounded in the teleological purpose of the transposition rule, which is to prevent the conversion of existing and, since the introduction of the law, newly taxable reserves into a tax-exempt repayment to the owner, and in the legislative history examined above (III.1.)). Where no such tax-free repayable liability exists on the balance sheet of the acquiring company, because, for instance, the consideration paid to the owner is financed entirely by third-party debt or equity from an independent investor, the fourth condition is not met, irrespective of the nominal amount of the consideration received. This principle, which finds its limit in the tax evasion, for example if there is no genuine transfer of shares, governs the analysis of both structuring options 2 and 3 below (IV.2. and IV.3.).

---

60 Meier-Mazzucato, 437; BGE 115 Ib 238 E. 2.a) S. 239 f.

The fourth condition is not considered to be met if the so-called *agiolösung* is applied.[61] Under the *agiolösung*, where shares are contributed in kind by the owner, the difference between (i) the consideration received for the contribution of the Target's shares to a holding company and (ii) the CCR Value of those shares must be accounted for as "other reserves" and not as "capital reserve" in the balance sheet of the holding company.[62] Again in the case mentioned above, if the owner had financed the cash through a capital increase using the *agiolösung*, there would have been no transposition on this portion showing that the cash is irrelevant, only its counterpart on the liability side is. This exception is justified on the grounds that the *agiolösung* preserves the tax claim of the tax authorities. Indeed, distributions from other reserves are taxed as income, whereas distributions from capital contribution reserves may be made tax-exempt.[63] It should also be noted that the Federal Court held that the accounting classification as "other reserves" or "capital reserves" in a company's books is not, in itself, determinative for tax purposes when assessing whether a distribution qualifies as tax-exempt.[64] In order to prevent potential abuse, namely a situation in which an owner would rely on the *agiolösung* and subsequently invoke the Federal Court's decision to distribute other reserves tax-exempt, the tax authorities generally require, in practice, that the owner undertakes not to modify the accounting classification of the contributed shares in the balance sheet of the acquiring company and not to rely on that decision to obtain a tax-exempt distribution in the future.

The consequence of the existence of a transposition is the requalification of the consideration received by the owner *minus* the CCR Value as an income subject to income tax (art. 20a para. 1 lit. b LIFD). Therefore, the owner does not achieve a tax-exempt capital gain but is partially subject to income tax on the excess amount. The taxable income is determined at the time of the transaction (art. 20a para. 1 lit. b LIFD, art. 40 and 41 LIFD).

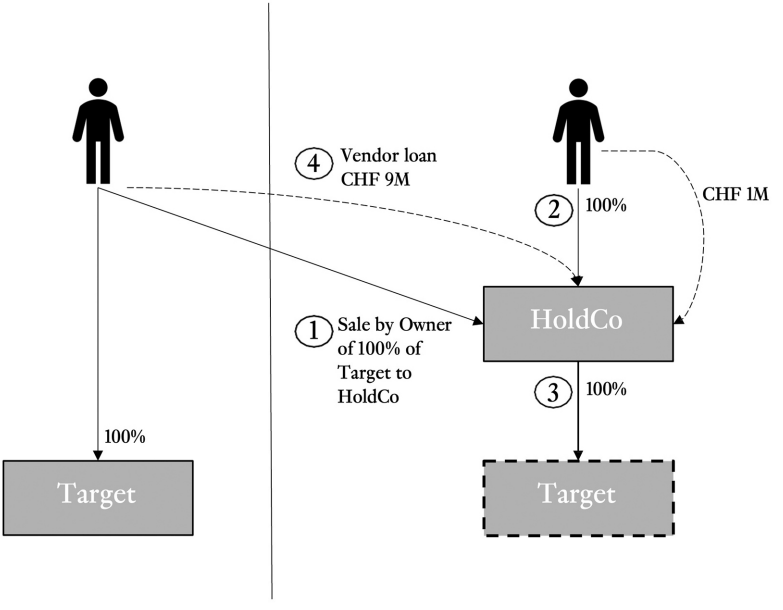
In a decision dated April 20, 2023, the Federal Court clarified that where the conditions of art. 20a para. 1 lit. b LIFD are met, a taxable income arises by operation of law, without any need to examine other aspects or circumstances of the case at hand, including, in particular, the intention of the owner.[65] This decision overrode the economic interpretation discussed above (III.1.b)bb)), which had prevailed prior to the adoption of art. 20a para. 1 lit. b LIFD. In the case before the Court, the transfer had occurred in the context of a

61 Cornu, 430 f.
62 Cornu, 430 f.
63 Cornu, 430 f.
64 Case from the Supreme Court 9C_678/2021 dated March 17 2023 E. 5.2.2. f.
65 Case from the Supreme Court 9C_679/2021 dated April 20 2023 E. 5.1.1.

management buyout and the owner argued that the transaction constituted a genuine transfer.[66] The Federal Court held that such circumstances were irrelevant, as the conditions for a transposition had been satisfied.[67] Where the conditions for a transposition are not met, the tax authorities may nonetheless have recourse to the general tax evasion doctrine, on a subsidiary basis, to recharacterize what would otherwise constitute a tax-exempt capital gain as taxable income.[68]

The foregoing analysis of the four conditions and their consequences finds its most concrete expression in two classic transposition scenarios: the sale of shares against a vendor loan and the contribution in kind of shares against the issuance of shares of the holding company. Those two cases are illustrated below.

3. Classic Transposition: Vendor Loan



Graphic 2: classic "vendor loan" transposition. The circled numbers refer to the transposition conditions listed above. If the circle around the number is solid, it indicates that the condition is met. If the circle around the number is dashed, it indicates that the condition is not met.

66 BGer 9C_679/2021 E. 4.2 f.
67 BGer 9C_679/2021 E. 5.1.3.
68 BGer 9C_679/2021 E. 5.2.2.

In this example, the owner owns 100% of Target. It is assumed that the owner incorporated HoldCo by way of a cash contribution and subscribed to the shares of HoldCo for an aggregate subscription price of CHF 1 million. The owner further grants a vendor loan to HoldCo in the amount of CHF 9 million, representing the purchase price for the Target shares. Following completion of the transaction, the balance sheets of Target and HoldCo are as follows:

HoldCo Balance Sheet

Assets (CHF)	Liabilities (CHF)	
10M Target	Vendor loan 9M	
	Capital reserves 0.9M	CCR
	Nominal value 0.1M	

Target Balance Sheet

Assets (CHF)	Liabilities (CHF)	
1M Cash	Capital reserves 0.9M	CCR
	Nominal value 0.1M	

In this first scenario, the owner sells the shares of the target company to a company under his or her control, HoldCo. The first and second conditions of a transposition are therefore met. As a result of the transaction, the owner, who previously held the shares of Target directly as part of his or her private wealth, now holds them indirectly through HoldCo. Consequently, the shares are transferred from the owner's private wealth to the commercial wealth of HoldCo, and the third condition of a transposition is satisfied. In the present example, the consideration to be received amounts to CHF 10 million and therefore exceeds the CCR value of the shares of Target, which amounts to CHF 1 million. The fourth condition of a transposition is thus met. Accordingly, the owner is subject to income tax on CHF 9 million, corresponding to the difference between the consideration (CHF 10 million) and the CCR Value of the shares (CHF 1 million). The owner may use part of the purchase price received in cash as reimbursement of the vendor loan to pay the resulting income tax. Depending on the applicable tax rate based on the owner's canton of residence and personal tax rate, the resulting income tax liability may represent a substantial portion of the proceeds received.

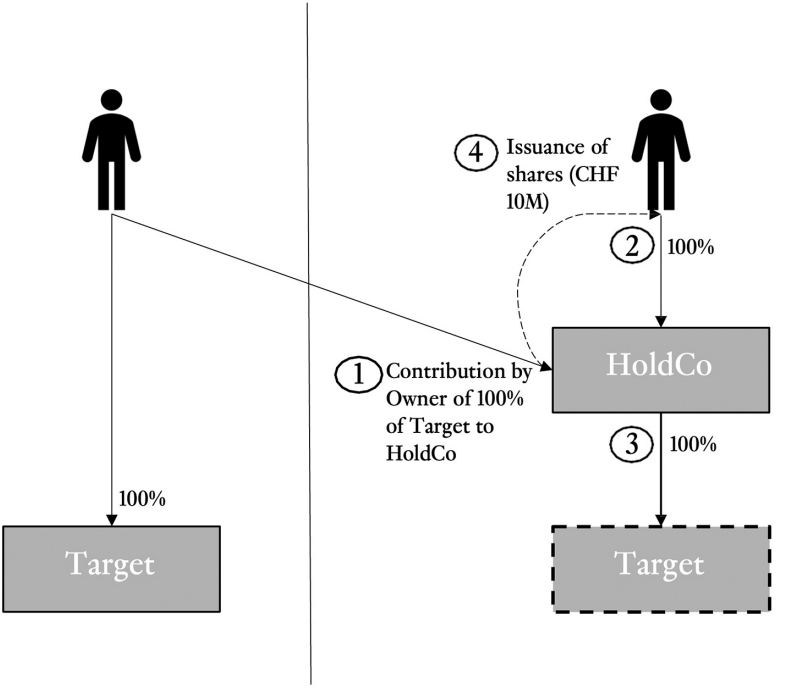
This is a classic example of a transposition triggered by a sale of shares against a vendor loan.

It should be noted that, pursuant to the Federal Court's case law discussed above, since the transposition conditions are met, no further considerations may be taken into account.[69] A strict application of the transposition conditions gives rise to a requalification of the tax-exempt capital gain in the present example, despite the fact that the vendor loan is reimbursed not through the existing open reserves of Target, which only amount to CHF 1 million, but through its future earnings. This is difficult to reconcile with the

69 BGer 9C_679/2021 E. 5.1.1.

legislature's intent (III.1.). It should however be noted that the extension of the scope of the transposition rule to encompass future earnings must be interpreted as being limited to the present scenario, where future earnings are used to reimburse the owner, who granted the vendor loan, free of tax, rather than to reimburse a third party. A broader interpretation of the transposition rule would go against the legislator's intent discussed above (III.1.). The fact that the future earnings are used to reimburse tax-free the owner, and not a third party, is a critical distinction with respect to the second and third structuring option examined below (IV.2. and IV.3.).

4. Classic Transposition: Shares



Graphic 3: classic "shares" transposition

In this scenario, the owner incorporates HoldCo by contributing in kind his or her Target's shares. We will assume that the balance sheets of Target and HoldCo are as follows:

HoldCo Balance Sheet

Assets (CHF)	Liabilities (CHF)	
10M Target	Capital reserves 9.9M	CCR
	Nominal value 0.1M	

Target Balance Sheet

Assets (CHF)	Liabilities (CHF)	
1M Cash	Capital reserves 0.9M	CCR
	Nominal value 0.1M	

In this scenario, the first three conditions are met in the same manner as in the first (classic) transposition example. The difference compared to the previous example is that the owner does not grant a vendor loan for the contributed shares but instead receives shares in HoldCo with a total value of CHF 10 million. The value of the HoldCo shares received as consideration exceeds the CCR Value of the contributed shares (i.e. CHF 1 million), thereby triggering a transposition and income taxation on an amount of CHF 9 million. In this example, the *agiolösung* is not applied.

Unlike the so-called "vendor loan" transposition, in this so-called "shares" transposition, the owner does not receive any cash that could be used to pay the resulting income tax. In this respect, this scenario is even more burdensome from a liquidity perspective than the so-called "vendor loan" transposition.

IV. Structuring Options

As illustrated above, the four conditions of a transposition might seem to be met in relation to an owner buyout transaction. However, there are ways to structure an owner buyout transaction without triggering a transposition. These structuring options are described in this section IV.

In the different structuring options presented below, the same metrics and assumptions will apply. It is assumed that the market value of Target is CHF 10 million and that the CCR Value of Target is CHF 1 million. Moreover, the sources and uses of funds used throughout this publication are as follows:

Uses – Acquisition of Target's shares		Sources		
CHF	Item	CHF	Item	%
6.5M	Cash-out of Owner	4M	Debt financing	
		6M	Equity financing	100%
		2.5M	*Cash Investor*	*42%*
3.5M	Reinvestment of Owner	*3.5M*	*Reinvestment of Owner*	*58%*
10M	**TOTAL**	**10M**	**TOTAL**	

The assumptions are based on a reinvestment by the owner through a contribution of Target's shares with a value of CHF 3.5 million with a cash investment of the investor in an amount of CHF 2.5 million which will lead to

an allocation of the shares of NewCo of 58% for the owner (*i.e.* CHF 3.5M/(CHF 3.5M CHF + 2.5M)) and 42% for the investor (*i.e.* CHF 2.5M/(CHF 3.5M + CHF 2.5M)). Such allocation is precisely one of the characteristics which would ordinarily trigger a transposition since the owner retains control. Additionally, NewCo will obtain a debt financing in an amount of CHF 4 million. The owner will achieve a cash-out of CHF 6.5 million financed by the debt financing and the cash investment of the investor.

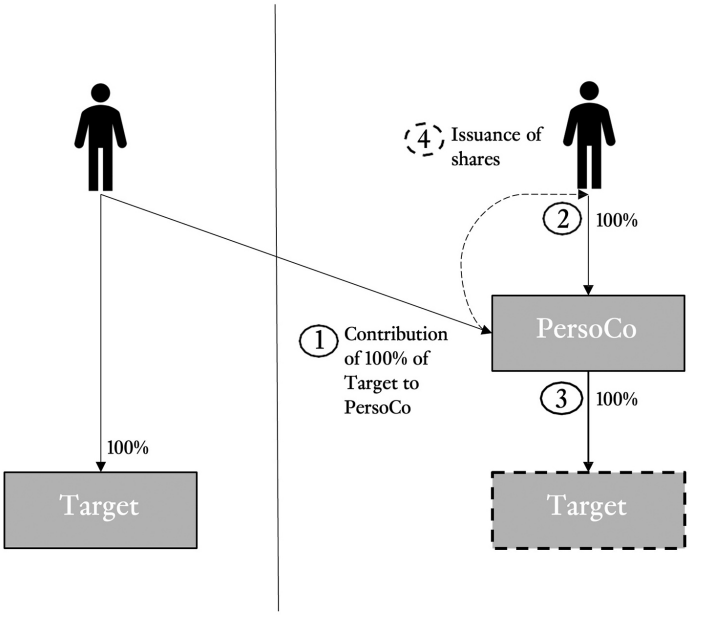
The structuring options presented below are aimed at avoiding a transposition and minimizing the tax burden as much as possible. The publication first discusses a structuring option through the creation of a personal holding (IV.1.) company where the second (IV.2.) and third options (IV.3.) are structuring options without a personal holding company.

1. Structuring Option 1 – Creation of PersoCo

This first structuring option occurs through the implementation of the four following steps: (i) creation of a PersoCo by way of a contribution in kind of Target's shares (IV.1.a)), (ii) the sale by PersoCo of 25% of Target's shares to a third-party investor (IV.1.b)), (iii) the incorporation of a NewCo by the third-party investor and PersoCo (IV.1.c)), and (iv) the sale by PersoCo of 40% of Target's shares to NewCo (IV.1.d)).

a) Step 1 – Creation of PersoCo

First, the owner incorporates a personal holding company (hereinafter "PersoCo"). PersoCo is incorporated by the contribution in kind of all the shares of Target by the owner as shown in the following graphic. The contribution in kind of Target's shares occurs at market value.



Graphic 4: creation of PersoCo

The opening balance sheet of PersoCo would be as follows:

PersoCo Balance Sheet

Assets (CHF)	Liabilities (CHF)
10M Target	Other reserves 9M Capital reserves 0.9M Nominal value 0.1M } CCR
10M Total	Total 10M

As a reminder, the conditions of a transposition are the following (art. 20a para. 1 lit. b LIFD): (1) a sale or contribution of shares, (2) to a company controlled by the owner, (3) resulting in a transfer from private wealth to commercial wealth, (4) where the owner receives a consideration exceeding the CCR Value of the sold or contributed shares.

In the present structuring option, the first step meets the first three conditions of a transposition. The owner contributes the shares of Target

into PersoCo, a company that he or she controls by holding 100% of its shares. Furthermore, the shares of Target were previously held in the owner's private wealth and are transferred to the commercial wealth of PersoCo as a result of his or her contribution in kind. Nevertheless, no transposition is triggered because the fourth condition is not met due to the application of the *agiolösung*. The difference between the market value of Target (amounting to CHF 10 million) and the CCR Value (amounting to CHF 1 million) is not booked as capital reserves but as other reserves in the balance sheet of PersoCo. Consequently, this first step does not trigger any income tax for the owner on the consideration received.

In addition, no issuance stamp duty is levied on the issuance of shares by PersoCo due to the application of the "quasi-merger" exemption pursuant to art. 6 para. 1 lit. a^{bis} of the Federal Act on Stamp Duty.[70] According to the circular n° 5a of the Federal Tax Administration, this exemption applies where: (i) the acquiring company owns at least 50% of the voting rights of the acquired company, (ii) the shareholders of the acquired company are credited or paid in cash at most 50% of the effective value of the rights acquired, *i.e.* the shareholders receive a consideration consisting of at least 50% of equity of the acquiring company,[71] and (iii) a capital increase of the acquiring company occurs.[72] All those conditions are met in the present case; accordingly, no stamp duty arises in relation to this step 1. Indeed, PersoCo holds at least 50% of the voting rights of Target, the owner receives a consideration in shares and there is an issuance of shares.

In this example, the shares of Target are contributed at their market value and booked in accordance with the *agiolösung*. Alternatively, the shares of Target could also have been contributed at their CCR Value. In such a case the fourth condition of the transposition would not have been met, *i.e.* the consideration would not have exceeded the CCR Value of the contributed shares.

However, if the contribution in kind occurs at the CCR Value and if PersoCo were to sell the shares of Target within one year following its incorporation at fair market value, PersoCo would realize a taxable capital gain (art. 69 and 70 LIFD). The taxable gain results from the difference between the fair market value at which the Target shares are sold and their tax book value in PersoCo's balance sheet, which would correspond to the CCR Value if the shares had been contributed at that value. In this respect, contributing the shares of Target at their fair market value prevents the realization of a taxable gain in the

---

70 Federal Act on Stamp duty from 27 June 1973 (StG, SR 641.10).

71 Wolf/Gaberthüel, 215.

72 Circular Nr. 5a from the Federal Tax Administration dated February 1, 2022, S. 47.

event of a sale within the one-year holding period and therefore constitutes a more favorable option.

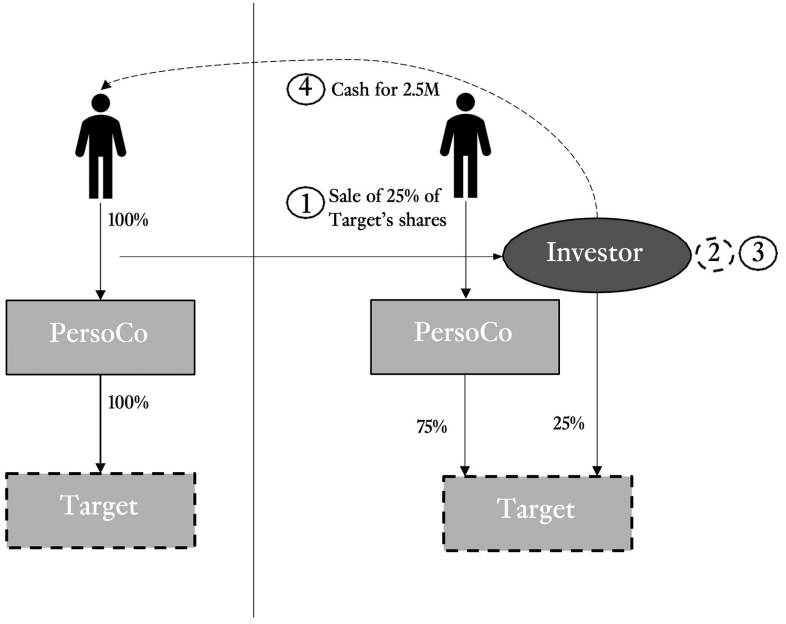
After the one-year holding period, PersoCo should benefit from the participation exemption and not be subject to corporate income tax on the capital gain, provided that the following conditions are met (art. 70 para. 4 LIFD): (i) the capital gain exceeds the acquisition costs of the participation, (ii) the sold participation represents at least 10% of the share capital of the subsidiary or confers a right to at least 10% of its profits and reserves, and (iii) the sold participation must have been held for at least one year. However, in practice, the tax authorities sometimes consider that the participation exemption is not applicable. They may consider that the gain constitutes an indirect revaluation (art. 70 para. 2 lit. c LIFD) rather than qualifying income from a participation eligible for the participation exemption. An indirect revaluation arises where hidden reserves are effectively realized through the sale of a participation, but the tax authorities consider that the gain reflects a revaluation of underlying assets rather than genuine participation income.[73]

For this reason, it is advisable to contribute the Target's shares at the market value and to apply the *agiolösung* to avoid any issue arising from a requalification in this respect.

b) Step 2 – Sale of 25%

The second step of this first structuring option consists of PersoCo selling 25% of the shares in Target to a third-party investor for a total purchase price of CHF 2.5 million paid in cash.

[73] Berdoz, Art. 70, CR LIFD, Rz. 25, 73.

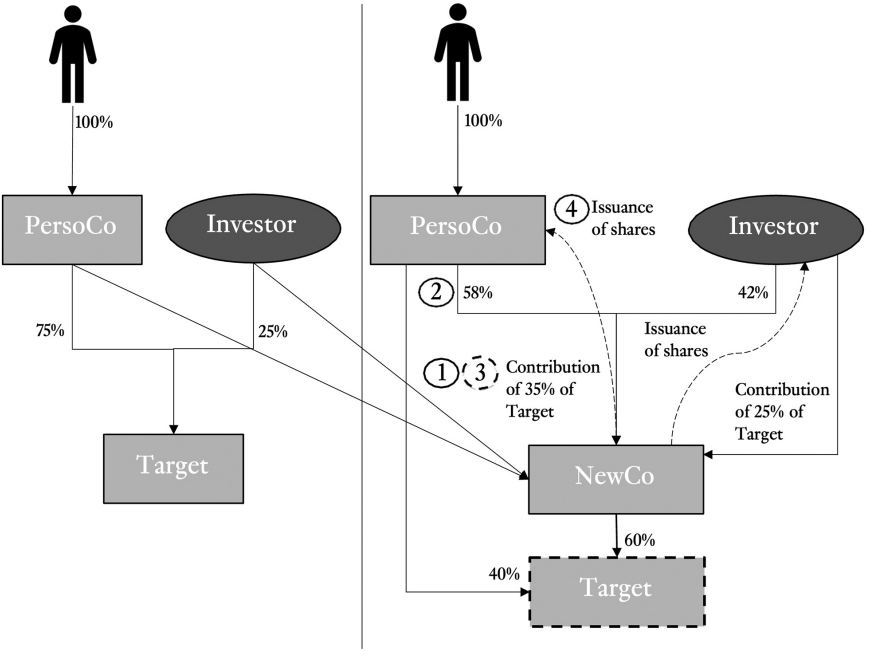


Graphic 5: sale by the owner of 25% of Target

No transposition is triggered at this stage, as the Target shares are sold not to a company controlled by the owner but to the investor, an independent third party. Accordingly, the owner realizes a tax-exempt capital gain on the CHF 2.5 million cash proceeds received.

c) Step 3 – Incorporation of NewCo

The third step, illustrated in the graphic below, consists of the incorporation of a new company (hereinafter "NewCo") by the third-party investor and PersoCo, which is controlled by the owner. The investor subscribes for shares in NewCo representing 42% of its share capital in exchange for a contribution in kind of its shares in Target for a value of CHF 2.5 million. PersoCo subscribes for shares representing the remaining 58% of NewCo's share capital through a contribution in kind consisting of 35% of the shares of Target, contributed at their fair market value and representing a total value of CHF 3.5 million (*i.e.* 35% of the total value of Target amounting to CHF 10 million).



Graphic 6: incorporation of NewCo

NewCo's balance sheet would be as follows:

NewCo Balance Sheet

Assets (CHF)	Liabilities	CHF	%
6M Target	Equity	6M	100
	Capital reserves (contribution Investor)	*2.458*	*42*
	Nominal value (contribution Investor)	*0.042*	
	Capital reserves PersoCo	*3.442*	*58*
	Nominal value PersoCo	*0.058*	

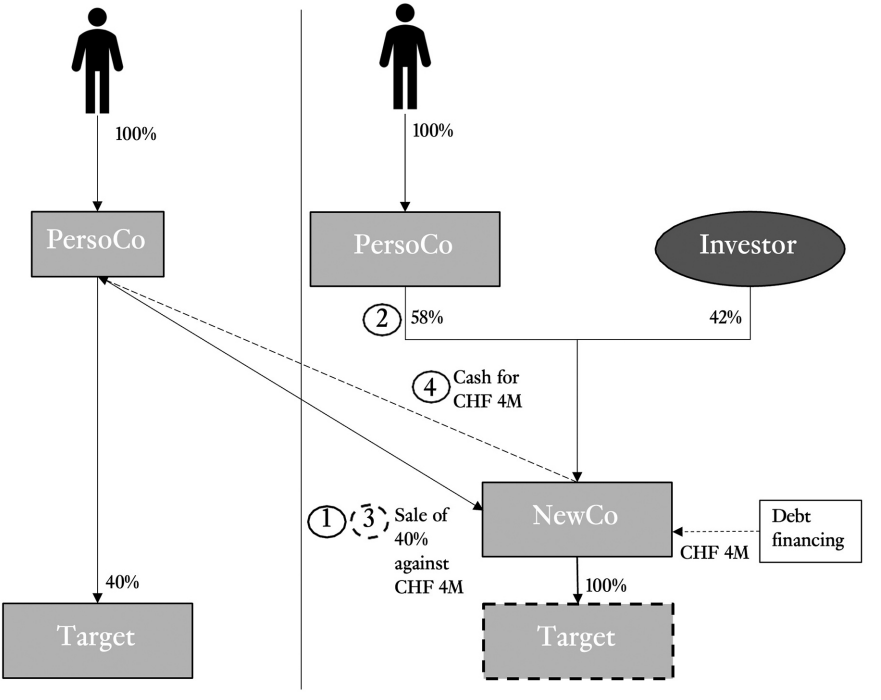
This step does not trigger a transposition, as there is no transfer from the private wealth to commercial wealth. The shares of Target are held by PersoCo and not the owner directly. Therefore, the third condition of the transposition is not met, and no income tax arises in respect of the consideration received

by PersoCo in exchange for the Target's shares contributed into NewCo. Moreover, the "quasi-merger" exemption applies to the contribution in kind made by PersoCo and the investor together and no stamp duty is levied on the value of the shares issued in exchange for such contribution.

Finally, provided that no gain arises from the contribution in kind of the Target shares to NewCo by PersoCo, the transaction does not give rise to a taxable event. As explained above (IV.1.a)), PersoCo does not realize a capital gain where the shares of Target are contributed at their fair market value. By contrast, an issue may arise if the shares are contributed at their CCR Value.

d) Step 4 – Sale of 40%

In this final step of the structuring option 1 illustrated in the graphic below, PersoCo sells its remaining shares of Target to NewCo against payment of a purchase price of CHF 4 million. The purchase price is financed by a debt financing of CHF 4 million obtained by NewCo.



Graphic 7: sale of 40% of Target to NewCo

The balance sheet of NewCo after the implementation of this third step would be as follows:

NewCo Balance Sheet

Assets (CHF)	Liabilities (CHF)
10M Target	Debt financing 4M Equity Investor 2.5M Equity PersoCo 3.5M
10M Total	Total 10M

This step will not trigger a transposition since there is no transfer from private wealth to the commercial wealth of the shares of Target that are sold. Therefore, PersoCo shall in theory achieve a tax-exempt capital gain (art. 70 para. 4 LIFD). However, PersoCo may realize a taxable capital gain in the context of this step as discussed above (IV.1.b)).

e) Key Takeaways of Structuring Option 1

Structuring option 1 enables PersoCo to realize a tax-exempt capital gain on the sale of 65% of the shares of Target (art. 70 para. 4 LIFD) while retaining indirect control over Target. The steps leading to this capital gain do not trigger a transposition and the "quasi-merger" exemption applies, so that PersoCo is not subject to issuance stamp duty in connection with the various steps of the transaction.

However, the purchase price received by PersoCo remains at the level of PersoCo and cannot be distributed to the owner without tax consequences. Any distribution of those proceeds to the owner would generally be treated as a dividend and therefore be subject to income tax at the level of the shareholder (art. 20 para. 1 lit. c LIFD). This may constitute a disadvantage if the owner requires liquidity at the personal level. Nevertheless, where the owner intends to reinvest the proceeds through PersoCo, this structure is generally efficient from a tax perspective.

Finally, the owner may seek to negotiate with the investor the possibility of selling the shares of PersoCo directly, rather than the shares of NewCo, in the event of an exit. Such a structure would allow the owner to realize a tax-exempt capital gain (art. 16 para. 3 LIFD) at the personal level without the

sale proceeds remaining trapped at the level of a corporate entity. It should however be noted that a spin-off of NewCo into a newly incorporated personal holding company (PersoCo 2) may be required prior to the exit if PersoCo holds assets other than its shareholding in NewCo at the relevant time. The tax implications of such a spin-off fall outside the scope of this publication and are therefore not examined further herein.

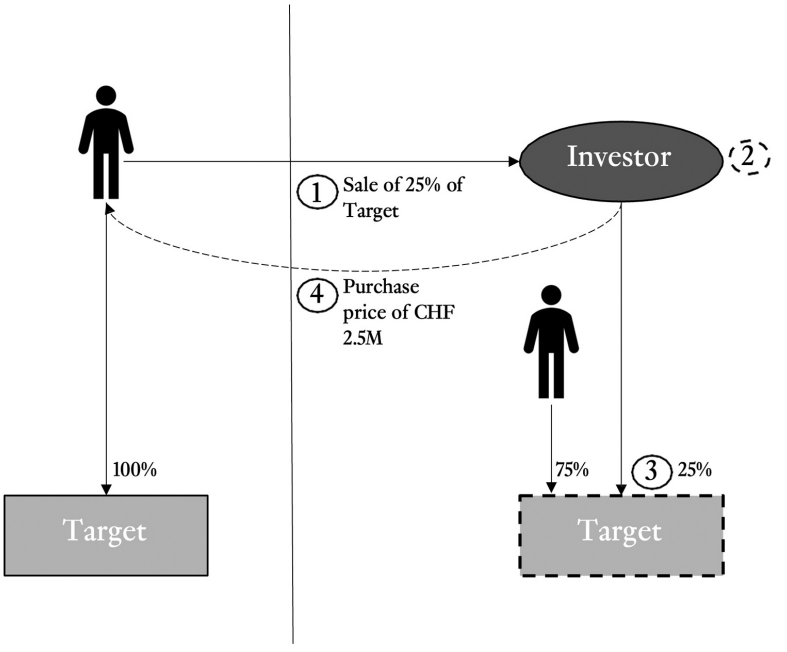
2. Structuring Option 2 – Private Wealth and No Transposition

Structuring option 2, examined in detail below, enables the owner to realize a tax-exempt capital gain (art. 16 para. 3 LIFD) though part of the consideration received may, on a strict reading, be requalified as taxable income. This structuring option is examined primarily to demonstrate that, properly interpreted in accordance with the liability-counterpart principle set out above (III.2.), the fourth condition for transposition should not be regarded as met even in this more direct structure: the cash consideration paid to the owner by NewCo is financed entirely by third-party debt and by the investor's equity contribution, neither of which gives rise to a tax-free repayable liability towards the owner on the balance sheet of NewCo. In the authors' submission, no transposition arises as a result. This analysis also reinforces the position taken in respect of structuring option 3, discussed below.

Structuring option 1 involves the interposition of a personal holding company incorporated by the owner between the owner and NewCo, whereas structuring option 2 adopts a more direct structure in which the owner participates in NewCo without such an intermediary.

a) Step 1 – Sale of 25%

In this first step, the owner sells 25% of the shares of Target to the investor against payment of a purchase price of CHF 2.5 million.

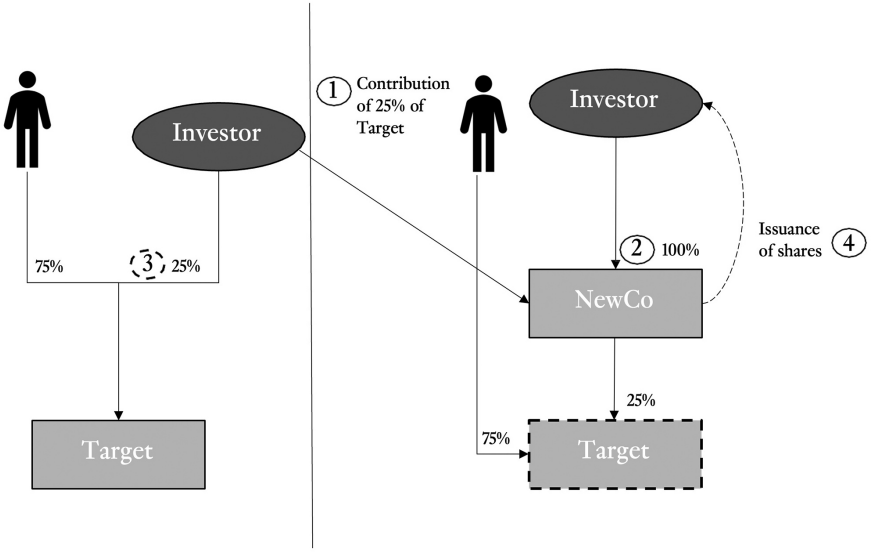


Graphic 8: sale of 25% of Target to the investor

Since the sale is made to the investor, an independent third party, and not to a company controlled by the owner, the second condition for transposition is not met. Accordingly, the owner realizes a tax-exempt capital gain on the proceeds of CHF 2.5 million (art. 16 para. 3 LIFD).

b) Step 2 – Incorporation of NewCo by the Investor

In this second step, the investor incorporates NewCo. The investor subscribes to its shares in NewCo by contributing in kind 25% of the Target shares acquired in the preceding step. The incorporation of NewCo by contributing in kind 25% of the Target shares, valued at CHF 2.5 million, triggers the payment of stamp duty on an amount of CHF 1.5 million (CHF 2.5 million minus the CHF 1 million exempt amount under art. 6 para. 1 lit h. STG).



Graphic 9: incorporation of NewCo

The opening balance sheet of NewCo would be as follows:

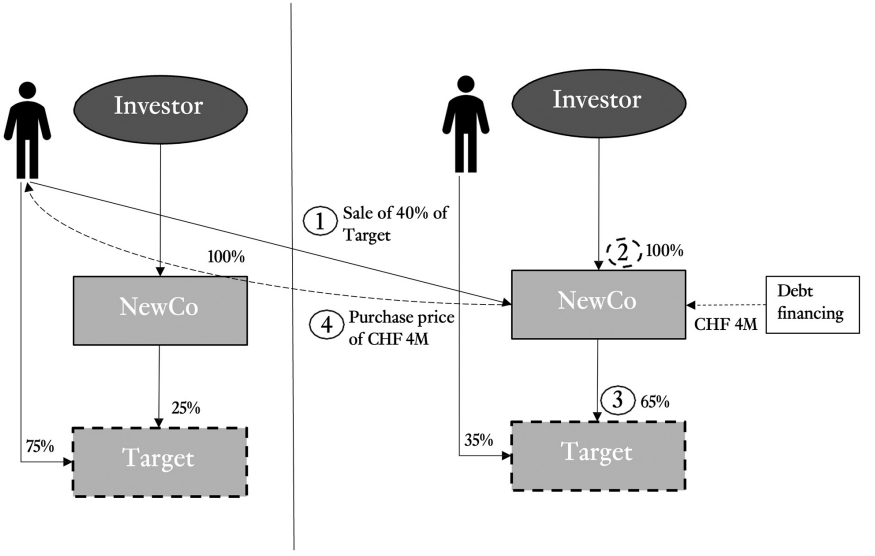
NewCo Balance Sheet

Assets (CHF)	Liabilities	CHF
2.5M Target	Equity	2.5M
	Capital reserves Investor	*2.458*
	Nominal value Investor	*0.042*
2.5M Total	Total	2.5M

The incorporation of NewCo and the contribution in kind of 25% of the Target shares do not trigger a transposition as no transfer from the private wealth to the commercial wealth occurs.

c) Step 3 – Sale of 40%

In this third step, NewCo obtains third-party financing and draws down the debt in order to acquire 40% of the Target shares from the owner against payment of a purchase price of CHF 4 million financed by the debt financing obtained by NewCo.



Graphic 10: sale of 40% of the Target shares

The balance sheet of NewCo after this step 3 would be as follows:

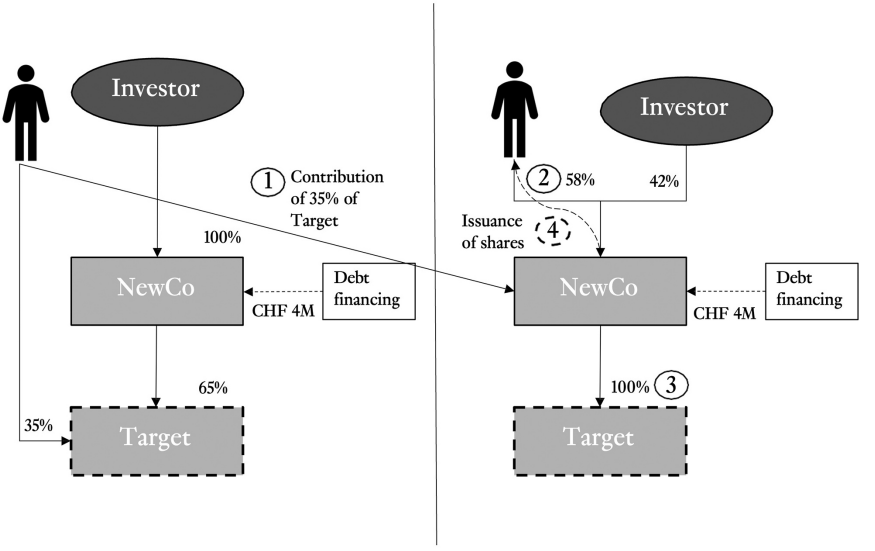
NewCo Balance Sheet

Assets (CHF)	Liabilities	CHF
6.5M Target	Debt financing	4M
	Equity	2.5M
	Capital reserves Investor	*2.458*
	Nominal value Investor	*0.042*
6.5M Total	Total	6.5M

The sale by the owner of 40% of the Target shares to NewCo does not trigger a transposition, as the sale is not made to a company controlled by the owner. NewCo is, on the contrary, controlled solely by the investor. The second condition for transposition is therefore not met.

d) Step 4 – Contribution in Kind by the Owner

In the fourth and final step of structuring option 2, the owner contributes their remaining Target shares, representing 35% of the share capital of Target, in exchange for the issuance of NewCo shares with a value of CHF 3.5 million.



Graphic 11: contribution in kind of 35% of the Target shares

The balance sheet of NewCo after this fourth step would be as follows:

NewCo Balance Sheet

Assets (CHF)	Liabilities	CHF
10M Target	Debt financing	4M
	Equity	6M
	Capital reserves Investor	*2.458*
	Nominal value Investor	*0.042*
	Other reserves Owner	*3.442*
	Nominal value Owner	*0.058*
10M Total	Total	10M

The contribution in kind of the Target shares made by the owner is recorded as other reserves in NewCo's balance sheet. By virtue of the application of the *agiolösung*, this second step does not trigger transposition and no income tax liability arises for the owner.

e) Key Takeaways of Structuring Option 2

In the authors' submission, structuring option 2 enables the owner to realize a fully tax-exempt capital gain of CHF 6.5 million (CHF 2.5 million in step 1 and CHF 4 million in step 3), with no issuance stamp duty applying to the transaction. The fourth condition for transposition is not met in step 3 because the CHF 4 million consideration paid by NewCo derives entirely from third-party financing and does not give rise to any tax-free repayable liability towards the owner on NewCo's balance sheet (see III.2. and the analysis in IV.2.d)). Certain cantonal tax authorities may nonetheless take a contrary view and assert that income tax arises on CHF 3.6 million (CHF 4 million minus CCR Value of CHF 400,000). The authors consider this position to be incorrect for the reasons set out below.

aa) Absence of Transposition

It should be noted that the conditions for transposition are not met in structuring option 2. Since, according to the Federal Court, the transposition analysis is strictly objective and condition-based, leaving no room for other considerations,[74] no requalification of the tax-exempt capital gain in taxable income can be justified on the basis of art. 20a para. 1 lit. b LIFD.

Consequently, the tax authorities may only recharacterize a tax-exempt capital gain as taxable income on the basis of the general tax evasion doctrine, which applies on a subsidiary basis to art. 20a para. 1 lit. b LIFD (*i.e.* only where no directly applicable statutory provision governs the situation), the conditions of which are not met as examined below (IV.2.e)bb)).

bb) Absence of Tax Evasion

The conditions for the application of the tax evasion doctrine have not changed since the early decisions of the Federal Court discussed above (see III.1.) and have been consistently applied. In a decision of 2012, the Federal Court confirmed the three cumulative conditions for tax evasion (which are

74 BGer 9C_679/2021 E. 5.1.3.

restated below for ease of reference).[75] First, the structuring must appear unusual, contrary to its intended purpose, or absurd, in any case wholly inappropriate in light of economic realities.[76] It is not sufficient for the transaction to be merely uncommon; it must be objectively inexplicable other than by reference to a tax motive.[77] Second, it must be reasonable to conclude that the structuring was adopted solely for the purpose of achieving a tax saving.[78] This condition is decisive: tax evasion is excluded where reasons other than mere tax savings play a significant role in the choice of structure.[79] Third, the adopted structuring must in fact result in a significant tax saving if accepted by the tax authorities.[80] In addition, the Federal Court stated that:

> "Tax evasion does not, however, arise merely because the parties have not chosen, from among several available civil law solutions, the one that would give rise to the highest tax burden. Rather, tax evasion is only conceivable in those wholly exceptional situations where a legal structure (objective element) exists that — setting aside any tax considerations — lies beyond the bounds of what is economically reasonable. The subjective element proves decisive insofar as a finding of tax evasion is precluded where reasons other than mere tax savings play a relevant role in the choice of legal structure".[81]

An owner is generally entitled to sell his or her company, the value of which reflects the present value of its future earnings, and to realize a tax-exempt capital gain on the proceeds. The first step is precisely such a case implying a genuine transfer of shares, and, as such, cannot properly be regarded as falling within the scope of the transposition rule. The third step is, in our opinion, analogous to such a situation insofar as the owner's proceeds are derived not from the reserves of the company but from external financing, which is a significant distinction from the Federal Court case law.[82] In the context of structuring option 2, the owner first sells his or her Target shares directly to the third-party investor, and second to NewCo which obtains debt financing to fund that acquisition. The profits generated by Target are subsequently distributed to NewCo to service and repay the debt financing. The debt financing and the purchase price paid by the third-party investor simply represent a crystallization of the goodwill of Target. Target is distributing future earnings, not existing accumulated reserves. At no point are the

75 BGE 138 II 239.
76 BGE 138 II 239 E. 4.1 S. 243 ff.
77 BGE 138 II 239 E. 4.1 S. 243 ff.
78 BGE 138 II 239 E. 4.1 S. 243 ff.
79 BGE 138 II 239 E. 4.1 S. 243 ff.
80 BGE 138 II 239 E. 4.1 S. 243 ff.
81 BGer 2C_168/2017 E. 2.2.
82 BGE 93 I 722 E. A S. 722 f.

reserves of Target applied so as to generate a tax-exempt capital gain for the owner.

Such structure is precisely what the transposition doctrine does not aim to prevent. As explained (III.1. and III.3.), the legislative history of the adoption of art. 20a para. 1 lit. b LIFD does not mention future earnings used to reimburse a third-party financing as an issue in relation to the transposition so long as there is no accounting entry repayable tax-free to the owner on the liabilities side of the balance sheet. In addition, there is no liability in NewCo that may be repaid to the owner tax-free; the cash consideration paid by NewCo to the owner comes from a third-party bank; the cash is not credited in the balance sheet against a vendor loan in favor of the owner. Moreover, the Federal Court specifically held that consummating a transaction through an acquisition vehicle to facilitate the financing of the purchase price was not an abusive structure.[83] Indeed, the use of a holding company to acquire an operating business, financed through a combination of equity and debt, is a standard and well-established feature of private equity transactions. The interposition of NewCo and the use of leverage to finance the acquisition are commercially motivated and reflect standard market practice. The transaction is conducted entirely at arm's length between independent parties, namely, the owner, the investor, and the bank providing the debt financing. This conclusion is even more compelling in a structure where the investor holds a significant minority participation, such as the 42% shareholding in NewCo illustrated in the present example, and where the majority of the shares in Target held by the owner are sold to the investor rather than to a company controlled by the owner. In this respect, it may be argued that, where an investor acquires 10% or more of a company (a comparable 10% threshold being used to determine whether a participation is sufficiently significant for the participation exemption to apply pursuant to art. 70 para. 4 lit. b LIFD) the transaction should be regarded as a genuine transfer of shares sufficiently substantial vis-à-vis the third party so as not to be characterized as abusive. Consequently, this third structuring cannot be regarded as inappropriate, unusual or contrary to its intended purpose in light of economic realities. Accordingly, the first condition for tax evasion is not met.

For the same reasons, the second condition for tax evasion, namely, that the sole purpose of the structuring is to achieve a tax saving, is plainly not satisfied. The structure serves multiple commercial purposes that are entirely independent of any tax consideration: it enables the owner to retain a controlling stake while achieving partial liquidity; it enables the investor to

[83] BGer 2C_168/2017 E. 4.1.

leverage its equity investment through debt financing as accepted by the Federal Court;[84] and the use of NewCo as an acquisition vehicle provides governance and liability separation.

Furthermore, no significant tax saving is achieved, since the purpose of the structure is not to distribute NewCo's reserves to the owner free of tax. The tax evasion doctrine targets situations where a normally taxable income is artificially converted into a tax-exempt gain, which is not the case here, as the owner's gain would have been tax-exempt in any event had the shares been sold directly to a third party without any holding structure as it is the case in step 1. The NewCo structure therefore generates no additional tax saving; it merely preserves the tax treatment that would have applied in any event.

Notwithstanding the foregoing analysis, certain cantonal tax authorities continue to challenge this structuring option, as examined below.

cc) Critics of the Practice

The view of the cantonal tax authorities which would consider this second structuring option as abusive is not convincing. For all the reasons detailed above (see IV.2.e)aa) and IV.2.e)bb)), this structuring does not satisfy the literal requirements for a transposition; the conditions for the application of the tax evasion doctrine are not met; and it cannot be regarded as a transposition from a teleological standpoint either. By way of reminder, the main purpose of the transposition doctrine, which was somewhat involuntarily extended with the adoption of the law to future earnings of the Target in case the NewCo has a tax-free repayable liability towards the owner contrary to the intent of the legislature (above III.1.c)), was to prevent the reserves held at the level of the transferred company, which would be subject to tax if distributed directly to the owner, from being converted into tax-exempt income through the participation exemption available to the acquiring company.[85] Here, in addition not to have any of the second and fourth conditions of the transposition applicable, we have no open reserves financing the transaction and no liability which may be repaid tax-free to the owner.

Consequently, we are of the opinion that the cantonal tax authorities that would characterize structuring option 2 as abusive are mistaken in their analysis. In any event, it is advisable to consider seeking an advance tax ruling in order to dispel any uncertainty in this respect.

---

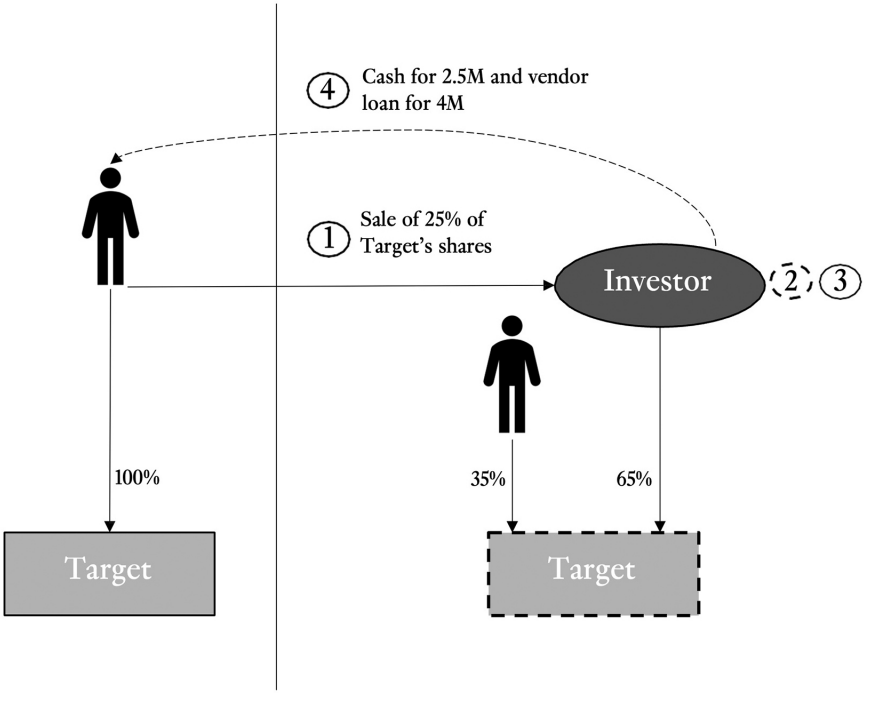
84 BGer 2C_168/2017 E. 4.1.

85 Cornu, 432 f.

3. Structuring Option 3 – Private Wealth and No Transposition

a) Step 1 – Sale of 65%

The first step of this third structuring option consists of the owner selling 65% of the shares in Target to the investor for a total purchase price of CHF 6.5 million. The investor pays CHF 2.5 million in cash to the owner at closing. The remaining CHF 4 million of the purchase price is financed through a vendor loan granted by the owner to the investor.

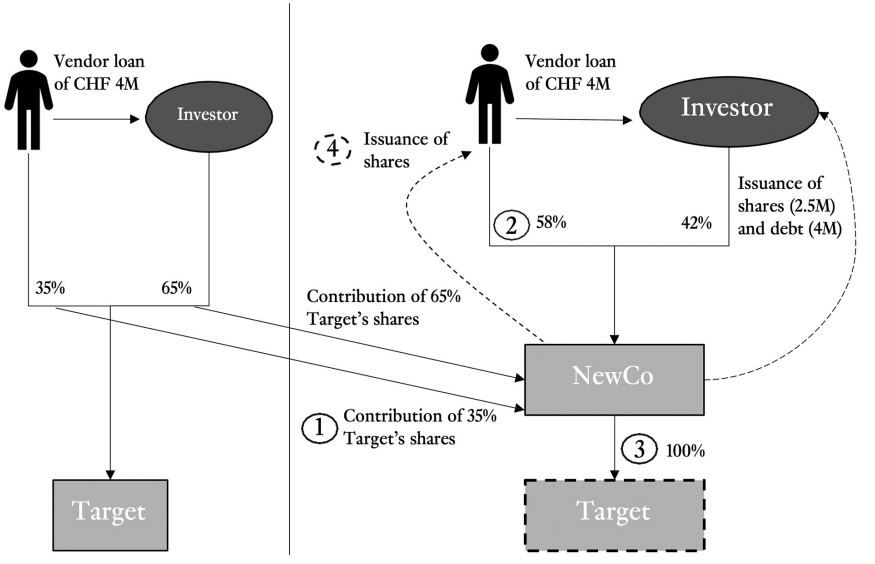


Graphic 12: sale by the owner of 65% of Target

No transposition is triggered at this stage, as the Target shares are sold not to a company controlled by the owner but to the investor, an independent third party. Accordingly, the owner realizes a tax-exempt capital gain on the CHF 2.5 million cash proceeds received. The tax treatment of the remaining CHF 4 million to be paid by the investor to the owner by way of the vendor loan is examined in further detail below (see IV.3.c)).

b) Step 2 – Incorporation of NewCo

The second step consists in the incorporation of NewCo by the owner and the investor. Both parties contribute their respective Target shares in kind into NewCo. In exchange for its contribution in kind of a value of CHF 3.5 million, NewCo issues shares to the owner. The investor, in turn, receives shares in NewCo representing a value of CHF 2.5 million in exchange for its contribution in kind, together with a receivable against NewCo in the amount of CHF 4 million. The issued shares together with the debt of NewCo against the investor represent a value of CHF 6.5 million corresponding to the value of the shares of Target contributed by the investor. For the avoidance of doubt, the CHF 4 million debt of NewCo towards the investor is a different debt from the vendor loan.



Graphic 13: incorporation of NewCo by the owner and the investor

The opening balance sheet of NewCo would be as follows:

NewCo Balance Sheet

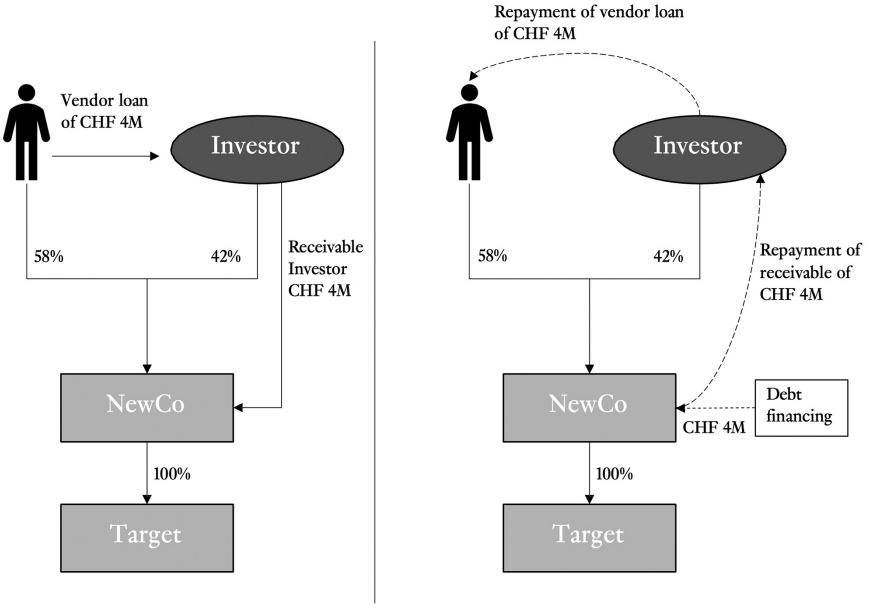
Assets (CHF)	Liabilities	CHF
10M Target	Debt to Investor	4M
	Equity	6M
	Capital reserves Investor	*2.458*
	Nominal value Investor	*0.042*
	Other reserves Owner	*3.442*
	Nominal value Owner	*0.058*
10M Total	Total	10M

The contribution in kind made by the investor is recorded as capital contribution reserves, whereas the contribution in kind made by the owner is recorded as other reserves pursuant to the *agiolösung*. Accordingly, the contribution in kind made by the owner does not give rise to a transposition since the fourth condition pertaining to the consideration received exceeding the CCR Value is not met.

In addition, no issuance stamp duty is levied since the conditions for the "quasi-merger" exemption are met.

c) Step 3 – Repayments

In the third and final step, NewCo obtains and draws down a debt financing of CHF 4 million. NewCo uses the proceeds of this financing to repay the CHF 4 million debt owed to the investor. The investor, in turn, uses these funds to repay the CHF 4 million vendor loan owed to the owner.



Graphic 14: repayments of NewCo's debt and the vendor loan

This third structuring option generally requires a tax ruling, as the tax treatment of such a structure is not applied uniformly across Swiss cantons. To our knowledge, some cantonal tax authorities have rightfully accepted that the structure does not trigger a transposition, whereas others consider the arrangement abusive and conclude that a transposition occurs. An analysis of the transaction steps described above indicates that the conditions for a transposition are not met at any stage of the transaction. Nevertheless, certain cantonal tax authorities take the view that the structure taken as a whole is abusive and is implemented only to achieve a tax saving justifying therefore the application of the tax evasion doctrine.

d) Key Takeaways of Structuring Option 3

Structuring option 3 may enable the owner to implement an owner buyout transaction on a tax-neutral basis. However, the structure entails a degree of transactional uncertainty, as it generally requires a tax ruling, and not all cantonal tax authorities appear to accept this type of structuring.

Where the tax authorities accept this structuring option, the owner realizes a tax-exempt capital gain on the CHF 4 million received upon repayment of the vendor loan, in addition to the tax-exempt capital gain of CHF 2.5 million

realized in the context of the first step (see above IV.3.a)). The owner thereby achieves a fully tax-exempt capital gain of CHF 6.5 million in total. Where, on the other hand, the tax authorities take the view that a transposition has occurred, an amount of CHF 3.6 million (corresponding to the difference between the CHF 4 million received minus the CCR Value of the relevant shares, *i.e.* CHF 400,000) is subject to income tax pursuant to the transposition rule, significantly reducing the overall tax efficiency of the structure.

We consider that the cantonal tax authorities refusing such type of structuring have no legal grounds justifying a requalification of the tax-exempt capital gain as taxable income insofar as the conditions for a transposition are not met and the conditions for the application of the tax evasion doctrine are also not met for the same reasons as explained above in relation to the second structuring option (IV.2.e)). The second structuring option cannot be regarded as abusive, and this is all the more true of the third structuring option. In the latter case, the owner does not receive any cash consideration directly from NewCo; any cash consideration is paid directly by the investor. Although the owner does receive consideration from NewCo at the second step in the form of newly issued shares, that step is not problematic, since the corresponding contribution in kind is structured by means of the *agiolösung*, a recognized and accepted mechanism for avoiding a transposition.

V. Shareholders' Agreement

Given the particular ownership structure of an owner buyout transaction, in which the owner holds a majority stake and the investor a minority stake, certain aspects of the shareholders' agreement warrant particular attention from both parties.

The principal points of attention for the owner and the investor are: (i) the exit process, including which party may trigger it, at what valuation, and according to what procedure (V.1.), (ii) the process applicable in the event of a disagreement between the parties, in particular in relation to a breach of the shareholders' agreement (V.2.), and (iii) the mechanism applicable in the event of a deadlock situation (V.3.).

1. Exit Process

With respect to the exit process, tensions may arise between the owner and the investor regarding who is entitled to initiate the exit, the timing of the exit,

the applicable valuation mechanism, the procedure governing the exit, and the potential inclusion of call and/or put options in the shareholders' agreement.

The owner and the investor often have diverging interests with respect to these issues. Nevertheless, various mechanisms may be implemented to reconcile these interests. A summary of these topics is attached in Annex 1.

a) Triggering Person

The first important topic the owner and the investor must address is which party is entitled to trigger the exit process. In this respect, the owner will typically seek to retain control over the exit process and, more broadly, over the company, and will be particularly reluctant to be compelled into an exit against his or her will. The investor, on the other hand, is subject to constraints inherent in its investment horizon and requires a degree of liquidity within a defined timeframe.

aa) Owner

Where the owner retains control over the exit process, the owner will seek to include in the shareholders' agreement a partial and/or full drag-along right, enabling them to compel the investor to participate in an exit. In exchange, the investor will typically negotiate a tag-along right, providing it with liquidity in the event of a sale of shares by the owner. However, where the owner controls the exit process, the investor faces the risk of being compelled into an exit at a time that does not align with its investment horizon or liquidity requirements. The owner will also typically negotiate provisions governing the sale process, affording them full control over its conduct.

bb) Investor

Where the investor is entitled to trigger the exit process, the owner risks being compelled into an exit against his or her will. The investor, conversely, has the comfort of being able to exit in compliance with its investment horizon constraints and benefits from guaranteed liquidity.

One mechanism to address the concerns of both parties in this scenario is to grant the owner a right of first refusal. The owner may be more willing to cede control over the exit process to the investor if he or she retains the ability to exercise a right of first refusal and thereby preserve control over the company.

The inclusion of a right of first offer in favor of the owner is also conceivable, though this mechanism is in all likelihood not in the interest of the owner.

A right of first offer entitles the owner to make the first offer rather than to match an offer as it would be the case with a right of first refusal. Such first offer signals to the market that the owner is prepared to pay a certain price for the company, implying that the owner attributes to it a value at least equal to the amount offered. Prospective purchasers will in all likelihood outbid the owner, who may consequently lose control of the company.

A further mechanism to address both parties' concerns where the investor is entitled to trigger an exit is to grant the investor a drag-along right exercisable against the owner. Such a drag-along right would be drafted so as to allow the investor to drag along the owner in respect of a number of shares sufficient to enable a change of control, while allowing the owner to reinvest his or her remaining shares and retain control of the company following closing. As a minority shareholder, the investor does not otherwise have liquidity. The ability to trigger a change of control by exercising its drag-along right therefore increases the prospects of achieving an exit. Since the drag-along right is limited to the number of shares necessary to effect a change of control, the owner retains a residual shareholding that may, depending on the parameters of the reinvestment, allow them to reinvest while retaining control of the company. This mechanism represents a balanced compromise. It provides the investor with liquidity while preserving, in all likelihood, the owner's control over the company. Such drag-along right could be drafted as follows:

> The Owner hereby grants to the Investor, in case of a transfer of 100% of the Shares held by the Investor in one or a series of related transactions to a bona fide third party acquirer (strategic buyer or financial investor) in the context of an exit process, a right (but not the obligation) to require the Owner, provided that, following consummation of the transaction triggering the exercise of the Drag-Along Right, the Owner still holds more than 50% of the voting rights in the Company, to co-sell and transfer to the relevant proposed acquirer such number of Shares held by the Owner as is necessary to effect a change of control, together with the Shares sold by the Investor [emphasis added].

Finally, where the investor is entitled to trigger the exit process, the provisions governing the sale process will typically afford the investor full control over its conduct.

b) Timing

As discussed above, the parties have significantly divergent interests with respect to the timing of the exit. The owner will typically wish to remain involved in the company for a longer period than the investor, who is bound

by its investment horizon constraints and its obligations towards its limited partners.

A blocking period represents a balanced compromise, providing the owner with certainty that no exit will occur for a defined duration while affording the investor certainty as to the timing of a future exit.

By way of example, the parties may consider including in the shareholders' agreement a blocking period of three years during which no transfer may occur. From the third year to the fifth year, the owner would be entitled to trigger an exit. Should no exit have occurred by the end of the fifth year, the investor would be entitled to trigger an exit from the fifth year to the seventh year. Such timeline balances control and liquidity. An alternative approach would be to include in the shareholders' agreement an obligation on the parties to mandate an investment bank to conduct an exit process after a defined period. In this context, the parties may wish to retain a degree of flexibility, for instance, by including a good faith negotiation mechanism allowing them to discuss the appropriateness of triggering the exit at the relevant time, with the possibility of deferring the obligation to mandate an investment bank to a later stage. A strict and unconditional obligation to mandate an investment bank and to sell the company at a predetermined time may not always be appropriate or commercially desirable. The relevant clause should therefore be drafted with care, so as to ensure that an exit can be effected where one of the parties, most likely the investor, wishes to exit, while preserving a sufficient degree of flexibility for both parties. It goes without saying that, should both parties agree that the timing provisions no longer align with their respective interests, the shareholders' agreement may be amended accordingly.

c) Valuation

The valuation applicable in the context of the exit is a matter of critical importance.

The difficulty arises from the fact that the entry price of the owner and that of the investor are vastly different. The owner will typically have incorporated the company with a share capital of CHF 100,000 and grown its value from that point. The investor, by contrast, will have entered the company at a later stage and at a significantly higher valuation. In the example discussed above, the investor subscribed to shares in Target at a valuation of CHF 10 million. Furthermore, in the event of an exit, the investor will expect to receive at least the amount invested plus a defined return on investment. The investor's return on investment can be protected through contractual provision or preferred

shares. This disparity in entry price creates an inherent tension: a transaction will only be attractive to the investor at a valuation sufficiently high to generate the expected return, whereas the owner may find a transaction commercially interesting at a considerably lower valuation.

One approach to addressing this disparity is to include in the shareholders' agreement a minimum purchase price guaranteeing the investor a certain return on investment. However, a rigid minimum purchase price raises difficulties of its own. A strict minimum purchase price does not allow the parties to take into consideration all the parameters and characteristics of an offer made by a prospective purchaser. The parties may, for example, wish to take into account the representations and warranties to be given, any non-compete undertaking, any escrow arrangement, and any other commercial term capable of affecting the overall attractiveness of an offer. From the owner's perspective, the terms of any potential reinvestment are of particular importance, and the owner will wish to be able to assess the conditions of such reinvestment when evaluating competing offers.

In order to avoid being constrained by an overly rigid process, the parties may consider including in the shareholders' agreement: (i) the ability to take into consideration additional parameters when assessing the overall attractiveness of an offer; (ii) a margin of tolerance providing that a purchase price deviating by no more than a defined percentage, for example 5%, from the minimum purchase price remains acceptable; and/or (iii) a sunset provision pursuant to which the minimum purchase price ceases to apply after a defined period.

In any event, only the investor should be entitled to block an exit on the ground that the minimum purchase price is not met since it is a mechanism designed to protect the investment of the investor and not the interests of the owner.

The parties may also wish to mandate a third party to conduct an independent valuation of the company. Such a valuation could serve either as a reference baseline or as a minimum purchase price, to the extent that no specific formula is provided for in the shareholders' agreement in this respect. Where it serves as a minimum purchase price, the considerations set out above apply.

d) Call Option and Put Option

The parties may also wish to include call options and/or put options in the shareholders' agreement.

In this respect, a call option granted to the investor against the owner, or conversely a put option granted to the owner against the investor, implying

a purchase by the investor of the owner's shares, would not be consistent with the structure of an owner buyout transaction. Indeed, such rights would result in the investor becoming the majority shareholder and the owner losing control of the company, which is contrary to the fundamental intentions of the parties and inconsistent with the defining characteristics of an owner buyout transaction as described above. By contrast, a call option in favor of the owner and/or a put option in favor of the investor are more consistent with the owner buyout structure. However, a put option in favor of the investor may prove difficult to negotiate from the owner's perspective.

Indeed, call options and put options raise significant financing concerns, particularly in the case of a put option. A party compelled to purchase another party's shares does not necessarily have the required funds available at the time of exercise. This is particularly acute for the owner, who will typically have more limited financial resources than an institutional investor.

One of the principal issues arising in connection with call and put options is the absence of a market price for the shares to be purchased upon exercise. The parties must therefore agree in advance on an applicable valuation formula, which should yield a price as close as possible to what the market price of the shares would be if such a market price existed. The parties may, for instance, consider a last twelve months formula based on a 24-month average, or a floating multiple within a defined range to be determined by an independent expert. The valuation formula should additionally take into account any specific characteristics of the company, for example, any real estate owned by the company, any build-up strategy implemented by the company, or any minority participations held by the company.

As regards the timing of exercise, where the applicable price is determined by reference to a formula, that formula may no longer be representative of the company's value at the time of actual exercise. During the COVID-19 pandemic, for instance, standard valuation formulae were in many cases no longer reflective of the real value of companies. Similar difficulties may also arise where the company holds different categories of assets calling for different valuation methods, in particular participations and real estate.

The timing of the exercise may also prove problematic where the valuation formula is based on EBITDA less net debt. Such a formula may produce economically inappropriate results if applied during a period in which the company has made significant investments the positive effects of which have not yet materialized. This may notably be the case where the company incurs additional debt to build a factory, to develop a new line of business, or to carry out an acquisition for example. During the construction or implementation

phase, the debt immediately increases net debt and therefore reduces the value produced by the formula, while the investment does not yet generate any additional EBITDA. Even once the relevant project has been completed, a ramp-up period will usually be required before the investment contributes fully to profitability, during which time EBITDA may remain low. A temporal mismatch therefore arises between the immediate negative impact of the additional debt and the deferred economic benefit expected from the investment. The formula thus captures the negative effect of the debt immediately, without yet reflecting the future profits generated by the investment, thereby creating a distortion in the valuation.

In this context, the parties may wish to include in the shareholders' agreement a mechanism allowing the exercise of the call option and/or put option to be deferred for a defined period, for example two years, in circumstances where the applicable formula does not adequately reflect the market conditions prevailing at the time of exercise.

The parties may also consider excluding certain investment debt from the net debt calculation or providing for an adjustment mechanism where the mechanical application of the valuation formula would produce a result manifestly disconnected from the company's economic reality. Such an adjustment mechanism may, however, generate disputes of its own, as it requires the parties, or a third-party expert, to estimate future performance and to determine the extent to which the expected benefits of the investment should already be reflected in the valuation. In practice, however, a temporary deferral mechanism will often prove more workable than a complex valuation adjustment formula.

Another way to address the matter would be to include specific covenants in the shareholders' agreement designed to preserve the integrity of EBITDA for valuation purposes, or to grant veto rights to the protected party with respect to decisions capable of materially affecting EBITDA. It should however be noted that EBITDA covenants may themselves prove problematic where a call option or put option may be exercised over a long period of time, as such covenants may unduly restrict the company's ability to pursue commercially justified investments or to develop its business. For this reason, if such covenants are used, they should generally be limited in time, narrowly tailored, and confined to extraordinary actions capable of materially distorting the valuation. Such mechanisms may therefore prove less suitable than a temporary deferral of the exercise right.

Finally, the period between the exercise of the option and the consummation of the resulting transaction should be of sufficient duration to allow the purchasing party to arrange the necessary financing.

2. Breach of the Shareholders' Agreement

One of the principal concerns from the investor's perspective is the likely inability to negotiate a termination right in respect of the owner's employment agreement. As a minority shareholder, the investor will typically be in a weak negotiating position when it comes to securing such a right in the transaction documentation. In the event of a dispute between the owner and the investor regarding the management of the company, or, in the worst case scenario, in the event of a material breach of the owner's employment agreement, the investor therefore requires an effective contractual remedy.

One approach to addressing this concern is to include in the shareholders' agreement a loyalty obligation binding on the owner, which would serve as a proxy for the owner's obligations under the employment agreement. A breach of such loyalty obligation would then directly trigger the contractual remedies available to the investor under the shareholders' agreement, without the investor needing to establish a breach of the employment agreement itself.

A common remedy for breach of a shareholders' agreement is the inclusion of call and/or put option provisions. Specifically, the parties may consider including a call option in favor of the owner or, conversely, in favor of the investor, against the other party, and/or a put option in favor of the investor, or, conversely, in favor of the owner, against the other party, exercisable upon the occurrence of a breach event. It should however be noted that such provisions carry the same structural advantages and limitations as those discussed above in the context of the exit process (see V.1.), to which the reader is referred.

3. Deadlock Situation

The third principal issue that an owner and an investor must address in a shareholders' agreement is the process applicable in the event of a deadlock situation. A deadlock situation may arise when a party exercises its veto rights in a manner that paralyses the decision-making process of the company.[86] In the context of an owner buyout transaction, it is the investor that typically

[86] Hillerström/Burrus, 696.

benefits from veto rights designed to protect its interests as a minority shareholder.

There are two principal mechanisms the parties may consider including in the shareholders' agreement to resolve a deadlock situation. The first is a shotgun clause, a deadlock resolution mechanism that allows either party to make an offer to purchase the other party's shares at a specified price, with the recipient having the option either to sell at that price or to purchase the offeror's shares at the same price, an example of which is set out below.[87]

> **1. Deadlock Resolution**
>
> **1.1. Principles**
>
> a. In the event of a disagreement on a Principal Decision, in the sense that the majority required under Article [■] for the adoption of a decision is not reached at the first vote, each of the Parties may request that the Parties proceed to a new vote on the decision within ten (10) Business Days following the first vote where the decision falls within the competence of the Board, or within twenty (20) days following the first vote where the decision falls within the competence of the General Meeting. Prior to the new vote, the Shareholders shall have been informed that such vote relates to a disagreement on a Principal Decision;
>
> b. In the event of a disagreement on a Principal Decision, in the sense that the Shareholders are unable to reach a decision, each of the Shareholders shall use its commercially reasonable efforts to reach an agreement.
>
> c. If the disagreement persists, each of the Shareholders may trigger the deadlock resolution process by written notice to the other Shareholder, which, in the case of Article 1.1.a., must be delivered within five (5) Business Days following the second vote on the Principal Decision. Within twenty (20) Business Days following receipt of a deadlock notice, the Parties in disagreement shall engage in oral and written discussions in connection with the deadlock situation in question with a view to reaching an amicable resolution.
>
> **1.2 Shotgun Clause**
>
> a. Failing resolution of the deadlock situation upon expiry of the period provided for in Article 1.1.c, each of the Shareholders (the "Offeror") may, by written notice within five (5) Business Days following the expiry of the period provided for in Article 1.1.c (the "Roulette Notice"), offer to the other Shareholder (each, a "Target Party") to purchase all of their Securities at a determined price (the "Roulette Price").

---

87 Hillerström/Burrus, 698.

b. Within twenty (20) Business Days following receipt of the Roulette Notice (the "Response Period"), each Target Party may either:

aa. sell its Securities to the Offeror at the Roulette Price ("Acceptance"), in which case the Offeror shall proceed with the acquisition at the Roulette Price within twenty (20) Business Days following the date of Acceptance or, if the acquisition is financed in whole or in part by means of bank financing, within sixty (60) Business Days following the date of Acceptance; or

bb. purchase the Offeror's Securities at the Roulette Price, in which case such Target Party shall proceed with the acquisition at the Roulette Price within twenty (20) Business Days following the date of Acceptance or, if the acquisition is financed in whole or in part by means of bank financing, within sixty (60) Business Days following the date of Acceptance; or

cc. decline the offer to sell its Securities to the Offeror, or to purchase the Offeror's Securities, at the Roulette Price.

c. In the event of a refusal of the offer within the Response Period pursuant to sub-clause cc above, or in the absence of a response within the Response Period, the deadlock resolution process shall terminate and the Offeror may opt for the Sale Mandate in accordance with Article [■] on the last day of the Response Period.

The outcome of a shotgun clause is inherently unpredictable. Where the shotgun clause results in the investor being required to purchase the owner's shares, the owner loses his or her shareholding, an outcome that is contrary to the owner's fundamental interest in retaining control of the company, while the investor is compelled to make an acquisition that is inconsistent with the nature of a minority investment such as that contemplated by an owner buyout transaction. Conversely, where the shotgun clause results in the owner purchasing the investor's shares, the investor is able to exit its investment and the owner retains control of the company, an outcome that is more consistent with the structure of an owner buyout transaction, though it raises the financing concerns discussed above. As a professional financial institution, the investor will typically be better placed to finance an acquisition at the exercise price than the owner, which may in practice deter the owner from triggering the clause and thereby undermine its effectiveness as a deadlock resolution mechanism.

The principal attraction of a shotgun clause lies precisely in its unpredictability. A rational party would only trigger such a clause as a last resort, given the risk of ending up in the adverse scenario. This creates a powerful incentive for the parties to resolve the deadlock situation by agreement rather than by recourse to the shotgun mechanism.

The second mechanism the parties may consider is the right to mandate an investment bank to conduct a sale process. However, the incentive structure associated with this mechanism is not without difficulty. The investor may be tempted to engineer a deadlock situation by exercising its veto rights in an abusive manner in order to trigger an exit, including during the blocking period, from which this right would constitute an exception. While this mechanism is worth examining for completeness, it may not represent the most appropriate solution in the context of an owner buyout transaction, given the perverse incentives it creates for the investor.

For the avoidance of doubt, a shotgun clause and a sale mandate mechanism may be combined within the same shareholders' agreement, for instance, by providing for the shotgun clause as a primary deadlock resolution mechanism and the sale mandate as a fallback where the shotgun clause fails to resolve the deadlock or is not triggered.

4. Miscellaneous

In addition to the foregoing, the parties will naturally need to negotiate and include a number of standard provisions in their shareholders' agreement, including clauses relating to the composition of the board of directors, the investor's veto rights, the investor's information rights, and transfer restrictions, such as lock-up periods, permitted transfers, rights of first refusal and/or rights of first offer, drag-along rights, and tag-along rights.

These provisions do not call for any particular comment in the specific context of an owner buyout transaction, except as otherwise discussed above, and are therefore not examined further in this publication.

VI. Conclusion

The transposition rule, and, to a lesser extent, the other potential tax considerations examined above, present significant challenges for the structuring of owner buyout transactions in Switzerland and may, in certain circumstances, prevent such transactions from being implemented in a tax-efficient manner.

Nevertheless, certain structuring options enable the implementation of an owner buyout transaction in Switzerland, even if they add complexity and cost to the transaction. Structuring option 1, involving the incorporation of a personal holding company (see above IV.1.), represents a viable approach, though it falls short of full tax efficiency insofar as it does not enable the owner

to achieve a fully tax-exempt cash-out. Structuring option 3 (see above IV.3.) is arguably the most tax-efficient of the options examined since none of the conditions for transposition are literally met and the structure is not abusive. Structuring option 2, correctly analyzed in accordance with the liability-counterpart principle (III.2.), also does not trigger a transposition (see above IV.2.): the cash consideration paid to the owner in step 3 finds no counterpart in a tax-free repayable liability towards the owner on NewCo's balance sheet, so the fourth condition is not met. Options 2 and 3 are therefore both tax-neutral in the authors' submission, though option 3 carries greater certainty because no condition for transposition is met even under a strict reading, whereas option 2 may be challenged by certain cantonal tax authorities applying the fourth condition arithmetically. Option 3. Option 3 enables the owner to achieve a fully tax-exempt capital gain. It is however subject to obtaining an advance tax ruling and therefore carries a degree of transactional uncertainty, as discussed above.

The structuring of a tax-efficient owner buyout transaction is therefore achievable in Switzerland, even if it is not straightforward. Owner buyout transactions are accordingly a reality in Switzerland, not a myth, albeit an uncommon one.

Beyond the structuring considerations examined above, the shareholders' agreement raises significant issues in its own right. It plays a central role in protecting the investor's position in an owner buyout transaction, and the negotiation of protective provisions is invariably challenging given the inherently divergent, and at times competing, interests of the parties. The shareholders' agreement should therefore be carefully negotiated.

Annex 1: Exit Process – Summary of tensions/interests of the Parties

Tensions/Interests of the Parties			
Topics	**Owner's tensions/interests**	**Investor's tensions/interests**	**How to bridge the gap**
Triggering persons	• Retain control • No forced exit	• Investment period • Liquidity	• Owner triggers: ○ Partial/full drag-along/tag-along ○ Sale process • Investor triggers: ○ Drag-along ○ Right of first refusal/right of first offer of owner ○ Sale process
Timing	• Longer horizon	• Investment period	• Blocking period • Obligation to give a mandate to an investment bank after a certain time
Valuation	• Low entry price	• High entry price • Return on investment wanted	• Minimum purchase price (limited in time?) • Third-party valuation
Process	• Retain control	• Protection on timing and valuation	• Obligation to give a mandate to an investment bank after a certain time • Minimum purchase price
Put/Call	• Potential financing issue • Price • Retain control	• Price • Does not want control over company	• Appropriate formula (LTM 24 months, floating multiple within a range determined by expert) → no market price • Careful valuation → real estate, build up, minority participation • Timing → possibility to postpone exercise • Financing

Bibliography

Berdoz Denis, Art. 70, in : Noël Yves/Aubry Girardin Florence (Hrsg.), Commentaire Romand de la loi sur l'impôt fédéral direct, 2. A., Basel 2017, Rz. 25.

Cornu Laurence, Théorie de l'évasion fiscale et interprétation économique : les limites imposées par les principes généraux du droit, Geneva 2014, 419 ff.

Hillerström Hubertus/Burrus Laure, Validité et efficacité de la clause shotgun en droit suisse, SZW/RSDA 2018, 696 ff.

Meier-Mazzucato Giorgio, Steuern Schweiz, 2. A., Bern 2022, 420 ff.

Noël Yves, Art. XX, in: Noël Yves/Aubry Girardin Florence (Hrsg.), Commentaire Romand de la loi sur l'impôt fédéral direct, 2. AA., Basel 2017, Rz. YY.

Tschäni Rudolf et al., M&A – Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zurich/Basel/Geneva 2021, 229 ff.

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

Steuerrechtliche Herausforderungen bei Exits und Ausschüttungen an Private Equity Fonds

Stefan Oesterhelt

Inhalt

I. Einleitung 65

II. Abkommensberechtigung einer ausländischen Akquisitionsgesellschaft 66
1. Problematik 66
2. Standortwahl für die Akquisitionsgesellschaft 67
3. Problematik des Treaty Shoppings 68
a) Sachverhalt 68
b) Rückerstattung gestützt auf DBA-LUX 68
c) Prüfung des Abkommensmissbrauchs 69
aa) Rechtsgrundlage 69
bb) Qualifiziertes Treaty Shopping 70
cc) Personelle Substanz 71
dd) Funktionelle Substanz 71
ee) Bilanzielle Substanz 72
ff) Rechtsfolge der fehlenden Substanz der Akquisitionsgesellschaft 73
d) Beurteilung in casu 73
4. Variante 1: 80% Investoren mit Anspruch auf vollständige Rückerstattung 73
a) Sachverhalt 73
b) Beurteilung 74
aa) Rückerstattungsberechtigung von LuxCo 74
bb) Anwendung des Meldeverfahrens 75
5. Variante 2: 50% Investoren in DBA-Staaten 76
a) Sachverhalt 76
b) Beurteilung 77
6. Variante 3: Operative Tochter im Ansässigkeitsstaat der Akquisitionsgesellschaft 77
a) Sachverhalt 77
b) Beurteilung 78
7. Variante 4: Verkauf von OpCo an HoldCo 78
a) Sachverhalt 78
b) Beurteilung 79
aa) Personelle Substanz bei HoldCo 79
bb) Nachträgliche Schaffung von Substanz 80

8. Variante 5: Verkauf einer Auslandbeteiligung an HoldCo 80
a) Sachverhalt 80
b) Beurteilung 81

III. Rückerstattung der Verrechnungssteuer an eine inländische Akquisitionsgesellschaft 82
1. Problematik 82
a) Verrechnungssteuer auf Ausschüttungen der Akquisitionsgesellschaft 82
b) Rückerstattungsberechtigung der inländischen Akquisitionsgesellschaft 82
c) Steuerumgehung nach Art. 21 Abs. 2 VStG 83
2. Erweiterte internationale Transponierung 84
a) Sachverhalt 84
b) Beurteilung 84
aa) Rückerstattungsberechtigung von AkquiCo 84
bb) Erweiterte internationale Transponierung 84
c) Variante: Aktionärsdarlehen 85
aa) Sachverhalt 85
bb) Beurteilung 86
3. Akquisitionsgesellschaft mit Finanzierungsfunktion 86
a) Sachverhalt 86
b) Beurteilung 87
aa) Schädliches Substrat für erweiterte internationale Transponierung 87
bb) Refinanzierung des Aktionärsdarlehen durch Bank 88
cc) Besicherung der Bankfinanzierung 88
dd) Amortisation der Bankfinanzierung 88

IV. Exit durch Veräusserung des Targets 89
1. Problematik 89
2. Altreservenpraxis 89
a) Sachverhalt 89
b) Beurteilung 90
3. Altreservenpraxis beim Verkauf einer Holding 91
a) Sachverhalt 91
b) Beurteilung 92
aa) Begriff der Altreserven 92
bb) Aktivtest 92
cc) Passivtest 93
dd) Nicht betriebsnotwendige Mittel der Tochtergesellschaft 93
ee) Passivtest von SwissCo 94
4. Stellvertretende Liquidation 95
a) Sachverhalt 95
b) Beurteilung 95
5. Stellvertretende Teilliquidation 97
a) Sachverhalt 97

b) Beurteilung 98
aa) Grundsachverhalt 98
bb) Variante 98

V. Exit mittels IPO 98
1. Problematik 98
2. Erweiterte internationale Transponierung 99
a) Sachverhalt 99
b) Beurteilung 100
aa) Schaffung von KER 100
bb) Verweigerung der Rückerstattung auf Dividenden von SwissCo 100

Fazit 100

Literaturverzeichnis 101

I. Einleitung

Steuerliche Aspekte sind bei Investitionen von Private Equity Fonds in schweizerische Gesellschaften von grosser Bedeutung. Der wohl wichtigste Aspekt, den es bei der Strukturierung von Akquisitionen schweizerischer Gesellschaften durch Private Equity Fonds zu berücksichtigen gilt, ist die Verrechnungssteuer. Dividenden schweizerischer Gesellschaften sind gemäss Art. 4 Abs. 1 lit. b VStG nämlich einer Quellensteuer (Verrechnungssteuer) von 35% unterworfen. Dabei stellt sich die Frage, ob eine Akquisitionsgesellschaft eines Private Equity Fonds zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. zur Inanspruchnahme des Meldeverfahrens berechtigt ist.[1]

Selbst wenn die Akquisitionsgesellschaft in einem DBA-Staat ansässig ist, kann es dazu kommen, dass die Rückerstattung unter dem Titel des Abkommensmissbrauchs verweigert wird (vgl. dazu unten Ziff. II.). Ist die Akquisitionsgesellschaft in der Schweiz ansässig, kann es in gewissen Fällen zur Verweigerung der Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. der Inanspruchnahme des Meldeverfahrens kommen. Von besonderer Bedeutung ist dabei die Praxis der erweiterten internationalen Transponierung (vgl. dazu unten Ziff. III.).

Die Praxis der ESTV zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer ist nicht nur mit Bezug auf eigentliche Ausschüttungen der schweizerischen Gesellschaft zu beachten. Sie ist vielmehr auch bei einem Exit von Bedeutung. Es ist nämlich möglich, dass die ESTV der Käuferin die Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. die Inanspruchnahme des Meldeverfahrens unter dem Titel der Altreservenpraxis (vgl. dazu unten Ziff. IV.), der stellvertretenden Liquida-

[1] Vgl. hierzu Oesterhelt, GesKR 2022, 322 ff.

tion (vgl. dazu unten Ziff. V.). oder der erweiterten internationalen Transponierung (vgl. dazu unten Ziff. VI.) verweigert

II. Abkommensberechtigung einer ausländischen Akquisitionsgesellschaft

1. Problematik

Der Private Equity Fonds selbst ist in den meisten Fällen nicht zur Inanspruchnahme von Vorteilen aus einem Doppelbesteuerungsabkommen berechtigt. Dies kann einerseits daran liegen, dass ein Private Equity Fonds nach dem Recht eines Staats errichtet wurde, mit dem die Schweiz kein Doppelbesteuerungsabkommen abgeschlossen hat.[2] Doch selbst Fonds, welche nach dem Recht eines DBA-Staats errichtet werden, können sich in der Regel nicht auf das zwischen der Schweiz und diesem Staat abgeschlossene Doppelbesteuerungsabkommen berufen, da es sich dabei nicht um eine zur Inanspruchnahme von Abkommensvorteilen berechtigte «ansässige Person» handelt.[3]

Potentiell zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt wären dagegen die Investoren des Fonds.[4]

Nun wird ein Private Equity Fonds eine Gesellschaft (nicht nur aus steuerlichen Gründen[5]) nie direkt, sondern stets über eine als Kapitalgesellschaft ausgestaltete Akquisitionsgesellschaft erwerben. Da der Fonds selbst in aller Regel nicht zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt wäre, stellt sich dabei aber die Frage, ob einer in einem DBA-Staat ansässigen Akquisitionsgesellschaft Abkommensvorteile unter dem Titel des Treaty Shoppings zu verweigern sind, wenn im Ansässigkeitsstaat der Akquisitionsgesellschaft nicht hinreichend Substanz vorhanden ist (vgl. dazu unten Ziff. 2.).

---

2 Vgl. hierzu Haldner, 69 ff.

3 Vgl. Hess, § 42 Rz. 126 ff.; Oesterhelt, vor Art. 1, BSK KAG, Rz. 330 ff.

4 Oesterhelt, Transparente Behandlung ausländischer Fonds für die Rückerstattung der Verrechnungssteuer, StR 2016, 920 ff.; Zur Situation von in Form von Personengesellschaften errichteten Fonds vgl. Oesterhelt/Schreiber, StR 2022, 466 ff.

5 Vgl. Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 456. Insbesondere Haftungsgesichtspunkte und regulatorische Aspekte machen den Einsatz einer Akquisitionsgesellschaft notwendig. Zudem ist eine Akquisitionsgesellschaft insbesondere auch dann nötig, wenn Fremdkapital aufgenommen wird.

2. Standortwahl für die Akquisitionsgesellschaft

Die Akquisitionsgesellschaft eines Private Equity Fonds wird regelmässig in einem Staat angesiedelt werden, der mit der Schweiz ein Doppelbesteuerungsabkommen abgeschlossen hat, welches die vollständige Entlastung von der Verrechnungssteuer ermöglicht (sog. Nullsatzstaat). Die Schweiz hat eine Vielzahl an Doppelbesteuerungsabkommen abgeschlossen, welche das Besteuerungsrecht für Konzerndividenden ausschliesslich dem Ansässigkeitsstaat zuweist (Nullsatz-DBA).[6] Neben bilateralen Doppelbesteuerungsabkommen sieht auch der zwischen der Schweiz und den EU-Staaten vereinbarte Art. 9 AIA-EU ein ausschliessliches Besteuerungsrecht des Ansässigkeitsstaats für Konzerndividenden vor.[7] Insofern handelt es sich u.a. bei sämtlichen Mitgliedstaaten der EU um Nullsatzstaaten. Dasselbe gilt für andere wichtige Finanzplätze wie z.B. UK, und Hongkong.

Neben dem Umstand, dass die Akquisitionsgesellschaft in einem Nullsatzstaat anzusiedeln ist, spielen natürlich auch andere Steuerfaktoren eine wichtige Rolle bei der Standortwahl der Akquisitionsgesellschaft. Wichtige Aspekte sind eine Freistellung von Dividenden bzw. Veräusserungsgewinnen im Ansässigkeitsstaat der Akquisitionsgesellschaft sowie die (fehlende) Quellensteuerbelastung der Akquisitionsgesellschaft.[8]

Im Lichte dieser Standortfaktoren hat sich insbesondere Luxemburg als besonders beliebter Standort für Akquisitionsgesellschaften von Offshore Private Equity Fonds erwiesen.[9] Gestützt auf Art. 10 Abs. 2 lit. b DBA-Luxemburg ist eine in Luxemburg ansässige Akquisitionsgesellschaft nach Ablauf einer Haltedauer von zwei Jahren zur vollständigen Entlastung von der Verrechnungssteuer berechtigt.[10] Die Entlastung von der Verrechnungssteuer kann entweder auf dem Weg der Rückerstattung der Verrechnungssteuer oder einer Entlastung an der Quelle (sog. Meldeverfahren; vgl. dazu unten Ziff. II.4.b)bb)) erreicht werden.

---

6 Vgl. Oesterhelt, Art. 10, Kommentar zum Schweizerischen Steuerrecht, Internationales Steuerrecht, Rz. 179.

7 Vgl. Oesterhelt/Winzap, ASA 74, 467 ff.

8 Vgl. Oesterhelt, Private Equity V, 77 ff.

9 Für Private Equity Fonds von DBA-Staaten wird die Akquisitionsgesellschaft dagegen teilweise auch im gleichen Staat domiziliert.

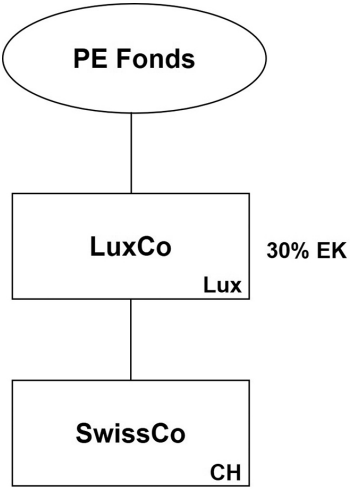
10 Wobei die Haltedauer auch nachträglich erfüllt werden kann (sog. Denkavit-Praxis; vgl. Oesterhelt/Opel, FStR 2021, 126). Eine parallele Anspruchsgrundlage findet sich in Art. 9 AIA-EU, der jedoch ebenfalls erst nach Ablauf einer zweijährigen Haltedauer angerufen werden kann.

3. Problematik des Treaty Shoppings

a) Sachverhalt

Ein Private Equity Fonds hält eine inländische Gesellschaft (SwissCo) über eine in Luxemburg ansässige Akquisitionsgesellschaft (LuxCo). LuxCo hat EK von 30%. Der PE Fonds beschäftigt in Luxemburg in einer Managementgesellschaft 15 Personen, welche administrative Aufgaben erledigen. Die Fondsmanager (inkl. deal team) sind in München. Die Investoren im Fonds werden gegenüber der ESTV nicht offengelegt.

Ist LuxCo zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. zur Inanspruchnahme des Meldeverfahrens auf den Dividenden von SwissCo berechtigt?



b) Rückerstattung gestützt auf DBA-LUX

Dividenden von SwissCo unterliegen gemäss Art. 4 Abs. 1 lit. b VStG der Verrechnungssteuer von 35%. Gestützt auf Art. 10 Abs. 2 lit. b (i) des zwischen der Schweiz und Luxemburg abgeschlossenen Doppelbesteuerungsabkommen (DBA-LUX) kann LuxCo nach Ablauf einer Haltedauer von 2 Jahren die vollständige Entlastung von der schweizerischen Verrechnungssteuer verlangen.

Mit Bezug auf Dividenden, welche vor Ablauf der zweijährigen Haltedauer fällig werden, ist LuxCo gestützt auf Art. 10 Ab. 2 lit. a (i) DBA-LUX zur Rückerstat-

tung bis zum Residualsatz von 2 Jahren berechtigt. Nach Ablauf der Haltedauer können diese von der ESTV zurückverlangt werden (sog. Denkavit-Praxis).[11]

Die Rückerstattungsberechtigung von LuxCo setzt aber voraus, dass diese an den Dividenden nutzungsberechtigt ist und kein Fall von Abkommensmissbrauch vorliegt.

Die Nutzungsberechtigung von LuxCo wäre nur dann ausgeschlossen, wenn sich LuxCo vor Erhalt der Dividenden vertraglich oder statutarisch zur Weiterleitung der Dividende verpflichtet hätte.[12] Eine bloss faktische Weiterleitung der Dividenden ist dagegen unschädlich. Da keine Hinweise darauf bestehen, dass LuxCo eine vertragliche Weiterleitungsverpflichtung hat, muss davon ausgegangen werden, dass LuxCo an den Dividenden nutzungsberechtigt ist.

c) Prüfung des Abkommensmissbrauchs

Da der Private Equity Fonds selbst nicht zur Inanspruchnahme von Abkommensvorteilen berechtigt ist, stellt sich aber die Frage, ob der in einem DBA-Staat ansässigen Akquisitionsgesellschaft die Inanspruchnahme von Abkommensvorteilen unter dem Titel des Abkommensmissbrauchs (Treaty Shopping) zu verweigern ist.[13]

aa) Rechtsgrundlage

Dabei ist im Sinne einer *zweistufigen Prüfung* einerseits zu prüfen, ob eine Gestaltung nach unilateralem Recht als missbräuchlich zu qualifizieren ist.[14] Nur wenn eine Gestaltung nach unilateralem Recht als missbräuchlich qualifiziert wird, muss in einem zweiten Schritt geprüft werden, ob die Verweigerung von Abkommensvorteilen völkerrechtskonform ist.

Die Rechtsgrundlage für die im ersten Schritt vorzunehmende *Missbrauchsprüfung nach unilateralem Recht* ist nicht abschliessend geklärt. Laut Bundesgericht wird dies unter dem Blickwinkel des (ungeschriebenen) Steuerumge-

---

11 Zur Problematik der Haltedauer von 2 Jahren vgl. ausführlich Oesterhelt/Opel, FStR 2021, 121 ff.

12 Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 4 Rz. 3.

13 Mit Treaty Shopping sind Gestaltungen gemeint, die darauf abzielen, dass nicht abkommensberechtigte Personen durch das Zwischenschalten abkommensberechtigter Gesellschaften in den Genuss von Abkommensvergünstigungen gelangen, die ihnen andernfalls nicht zugekommen wären. Kurz gesagt: Jemand «kauft» sich missbräuchlich in ein fremdes Doppelbesteuerungsabkommen ein.

14 Vgl. Oesterhelt/Opel, StR 2021, 341 f.

hungsvorbehalts geprüft[15], während sich ein Teil der Lehre für eine analoge Anwendung von Art. 21 Abs. 2 VStG ausspricht,[16] und ein anderer Teil der Lehre sich auf das Rechtsmissbrauchsverbot nach Art. 2 Abs. 2 ZGB oder Art. 9 BV stützen will.[17]

Die Positionen dürften aber zu einem vergleichbaren Ergebnis führen, weshalb das Bundesgericht die Frage nach der Rechtsgrundlage (unter Hinweis auf die divergierenden Positionen) im Urteil vom 20.4.2020 explizit offenlässt.[18] Im Ergebnis stützt sich das Bundesgericht auf die Steuerumgehungsdoktrin.

Mittlerweile unbestritten ist, dass eine Verweigerung von Abkommensvorteilen gestützt auf unilaterales Recht nur dann zulässig ist, wenn sich dies als völkerrechtskonform erweist, was in einem zweiten Schritt zu prüfen ist. Aus völkerrechtlicher Sicht kann die Gewährung von Abkommensvorteilen gestützt auf einen im jeweiligen Doppelbesteuerungsabkommen (oder einem multilateralen Abkommen[19]) enthaltenen Missbrauchsvorbehalt verweigert werden kann. Gemäss Rechtsprechung des Bundesgerichts ist sämtlichen Doppelbesteuerungsabkommen der Schweiz ein aus Art. 26 WVK abgeleiteter ungeschriebener Missbrauchsvorbehalt inhärent.[20]

bb) Einfaches und qualifiziertes Treaty Shopping

Ein Treaty Shopping liegt vor, wenn das zwischen der Schweiz und dem direkten Aktionär abgeschlossene Doppelbesteuerungsabkommen eine bessere Rückerstattungsquote vermittelt als das zwischen der Schweiz und ihrem Aktionär abgeschlossene Doppelbesteuerungsabkommen.

Wenn zwischen dem Ansässigkeitsstaat des indirekten Aktionärs und der Schweiz ein Doppelbesteuerungsabkommen mit einer tieferen Rückerstattungsquote besteht, liegt ein «*einfaches*» *Treaty Shopping* vor. Ein einfaches Treaty Shopping kann durch Erfüllung eines Substanzkriteriums geheilt werden.[21]

Besteht zwischen der Schweiz und diesem Staat überhaupt kein Doppelbesteuerungsabkommen (oder kann sich der Aktionär nicht auf ein allfälliges Doppelbesteuerungsabkommen berufen), liegt ein Fall des «*qualifizierten*»

---

15 Urteil des Bundesgerichts 2C_354/2018 vom 20. April 2020 E. 4.2.1; Urteil des Bundesgerichts 2A.239/2005 vom 28. November 2005 E. 3.4.

16 So etwa Danon/Glauser, Intertax 2005, 517.

17 Vgl. Oesterhelt/Winzap, ST 2006, 773 ff.

18 BGer 2C_354/2018 E. 4.2.1.

19 So insbesondere den in Art. 7 MLI enthaltenen principle purpose test (PPT oder Hauptzwecktest); vgl. dazu Danon/Salomé, 223 ff.

20 Vgl. BGer 2A.239/2005 E. 3.4.6; vgl. dazu Oesterhelt/Winzap, ST 2006, 773 ff.

21 Vgl. Oesterhelt, EF 2025, 448.

Treaty Shoppings vor. Zur Heilung eines qualifizierten Treaty Shoppings müssen zwei Substanzkriterien erfüllt werden.[22]

Wenn die Investoren des Private Equity Fonds sind nicht bekannt sind bzw. gegenüber der ESTV nicht nachgewiesen werden, liegt ein Fall des qualifizierten Treaty Shoppings vor, so dass zwei Substanzkriterien kumulativ zu erfüllen sind.

cc) Personelle Substanz

Personelle Substanz liegt vor, wenn die antragstellende Person über (eigenes) *Personal* in eigenen Räumlichkeiten im Ansässigkeitsstaat verfügt. Dabei kann das Personal auch bei einer verbundenen Gesellschaft im Ansässigkeitsstaat beschäftigt sein.[23]

In der Regel kann der Test der personellen Substanz nur von einer operativen Gesellschaft erfüllt werden. Da eine reine Holding in der Regel kein Personal benötigt, kann dieser Test von einer reinen Holding grundsätzlich nicht erfüllt werden. Eine Holding dürfte nur dann das Kriterium der personellen Substanz erfüllen, wenn diese für ihre Tochtergesellschaften zusätzliche (Konzern-) Verwaltungsfunktionen wie bspw. Managementdienstleistungen, Finanzierungsdienstleistungen, Lizenzverwaltung, etc. wahrnehmen würde.[24]

dd) Funktionelle Substanz

Funktionelle Substanz liegt vor, wenn die antragstellende Person neben der schweizerischen Gesellschaft noch (mindestens) eine *weitere substanzielle Beteiligung* an einer in einem Drittstaat ansässigen Gesellschaft hält, sodass von einer internationalen Holdingfunktion gesprochen werden kann. Substanziell ist die Beteiligung i.d.R. dann, wenn sie einen vergleichbaren Wert wie die schweizerische Gesellschaft hat. Dabei können mehrere *qualifizierte Beteiligungen* (d.h. Beteiligungen von mindestens 10%) in Drittstaaten zusammengerechnet werden.

Überwiegt der Wert der schweizerischen Gesellschaft den Wert der übrigen Beteiligungen, kann aber u.U. trotzdem funktionelle Substanz vorliegen, wenn letztere im Gegenzug mehr Personal angestellt hat.

Auch *Portfoliobeteiligungen* an Gesellschaften in Drittstaaten können funktionelle Substanz vermitteln, wenn diese einen deutlich höheren Wert als die schweizerische Beteiligung haben.

---

22 Vgl. Oesterhelt, EF 2025, 448.
23 Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 6 Rz. 211.
24 Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 6 Rz. 199.

Nur Beteiligungen in *Drittstaaten* können funktionelle Substanz vermitteln. Eine Beteiligung an einer weiteren schweizerischen Gesellschaft vermittelt keine funktionelle Substanz, da die Gesellschaft dann nicht die Funktion einer «internationalen Holding» hat.

Auch eine Beteiligung im Ansässigkeitsstaat der Dividendenempfängerin vermittelt keine funktionelle Substanz, da es wiederum an der internationalen Holdingfunktion fehlt. Eine solche Beteiligung kann aber indirekt entweder personelle oder funktionelle Substanz vermitteln, da ihre Substanz der Dividendenempfängerin zugerechnet werden kann.

ee) Bilanzielle Substanz

Bilanzielle Substanz liegt vor, wenn die Holding in ihrer Handelsbilanz einen *Eigenkapitalisierungsgrad von mindestens* 30% ausweist.

Dabei ist auf die Buchwerte resp. den handelsrechtlichen Einzelabschluss der Holding und nicht auf die Verkehrswerte ihrer Aktiven abzustellen, obwohl der Eigenkapitalisierungsgrad von 30% von der Belehnungsgrenze von 70% für Beteiligungen gemäss Kreisschreiben Nr. 6a der ESTV vom 10. Oktober 2024 betreffend verdecktes Eigenkapital inspiriert ist, welches auf die Verkehrswerte abstellt.[25]

Die bilanzielle Substanz muss im Zeitpunkt der *Dividendenfälligkeit* bereits vorhanden sein. Dabei kann grundsätzlich auf die letzte Bilanz der Gesellschaft vor Dividendenfälligkeit abgestellt werden. Die Gesellschaft muss mithin keinen Zwischenabschluss im Zeitpunkt der Dividendenfälligkeit erstellen und damit den Nachweis erbringen, dass die Gesellschaft zu diesem Zeitpunkt über bilanzielle Substanz verfügt.

Selbst wenn die Gesellschaft im auf die Dividendenfälligkeit folgenden Jahresabschluss nicht mehr über bilanzielle Substanz verfügt, führt dies grundsätzlich nicht dazu, dass bilanzielle Substanz für die vorangehende Dividendenfälligkeit nachgewiesen werden muss. Wenn die Gesellschaft noch über eine laufende Bewilligung zur Anwendung des Meldeverfahrens verfügt (Formular 823/823B/823C), muss sie die ESTV aber darüber informieren, dass das Kriterium der bilanziellen Substanz im Jahresabschluss nicht mehr erfüllt ist. Für künftige Dividenden muss die Gesellschaft daher den Nachweis (z.B. mit einem Zwischenabschluss) erbringen, dass sie im Zeitpunkt der Fälligkeit einer solchen Dividende (wieder) über bilanzielle Substanz verfügt.

---

25 Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 6 Rz. 176.

ff) Rechtsfolge der fehlenden Substanz der Akquisitionsgesellschaft

Verfügt die Akquisitionsgesellschaft nicht über hinreichend Substanz im Ansässigkeitsstaat, verweigert die ESTV dieser die Abkommensberechtigung und somit die potentielle Rückerstattung der Verrechnungssteuer. Kann die Akquisitionsgesellschaft nicht den Nachweis erbringen, dass die Investoren des Fonds mindestens zur teilweisen Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt sind, wird die Rückerstattung der Verrechnungssteuer vollumfänglich verweigert. Die ESTV stellt relativ hohe Anforderungen an den Nachweis der Rückerstattungsberechtigung der Investoren. Für jeden Investor, bei dem die Rückerstattungsberechtigung nicht nachgewiesen wird, wird die Rückerstattung der Verrechnungssteuer vollumfänglich verweigert.

Die fehlende Abkommensberechtigung der Akquisitionsgesellschaft ist nicht nur dann relevant, wenn diese effektiv Dividenden von der schweizerischen Gesellschaft erhält[26], sondern führt vielmehr auch bei einer Weiterveräusserung der schweizerischen Gesellschaft zur Anwendung der Altreservenpraxis (vgl. dazu unten Ziff. IV.) bzw. der Praxis der stellvertretenden Liquidation (vgl. dazu unten Ziff. V.).

d) Beurteilung in casu

Da die Investoren des Fonds in casu gegenüber der ESTV nicht offengelegt werden, liegt ein Fall des *qualifizierten Treaty Shoppings* vor (vgl. dazu oben Ziff. II.3.c)bb)). Um dieses zu heilen, müsste LuxCo zwei von drei Substanzkriterien erfüllen. In casu erfüllt die LuxCo lediglich das Kriterium der bilanziellen Substanz (vgl. dazu oben Ziff. II.3.c)ee)). Mithin kann das qualifizierte Treaty Shopping nicht geheilt werden. Die Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. die Anwendung des Meldeverfahrens wird vollumfänglich verweigert.

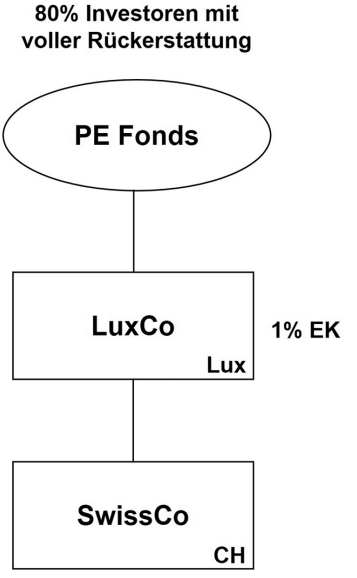
4. Variante 1: 80% Investoren mit Anspruch auf vollständige Rückerstattung

a) Sachverhalt

LuxCo hat bloss 1% EK und erfüllt somit keines der drei Substanzkriterien. Der Fonds kann aber den Nachweis erbringen, dass 80% der Investoren im Fonds

[26] Was bei der Akquisitionsgesellschaft eines Private Equity Fonds eher die Ausnahme ist.

bei einem Direktbesitz zur vollständigen Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt wären (z.B. Inländer und US Pension Funds).



b) Beurteilung

aa) Rückerstattungsberechtigung von LuxCo

Werden mehr als 80% der Anteile von LuxCo von Investoren gehalten, welche bei einem Direktbesitz (Portfoliobeteiligung) zur vollen Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt sind, liegt gemäss Praxis der ESTV kein Fall von Abkommensmissbrauch vor.[27] LuxCo ist nach Ablauf der Haltedauer von 2 Jahren zur vollständigen Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. zur Inanspruchnahme des Meldeverfahrens berechtigt.[28]

Einen Nullsatz für institutionelle Investoren bei Portfoliobeteiligungen sehen die DBA mit Australien, Belgien, Dänemark, Estland, Griechenland, Irland, Island, Katar, Luxemburg, Niederlande, Polen, Rumänien, Russland, Schweden, Slowakei, Slowenien, Spanien, Tschechische Republik, Ungarn, USA, UK, Verei-

27 Die Schwelle von 80% ist eine Analogie zu Art. 27 VStG, wonach ausländische Anteilsinhaber einer inländischen kollektiven Kapitalanlage Anspruch auf die volle Rückerstattung der Verrechnungssteuer haben.

28 Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 6 Rz. 154.

nigte Arabische Emirate (VAE) und Zypern vor.[29] Zudem sind die in der Schweiz ansässigen Investoren gestützt auf Art. 21 ff. VStG zur vollständigen Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt.

bb) Anwendung des Meldeverfahrens

Die Entlastung von der Verrechnungssteuer kann entweder auf dem Weg der Rückerstattung oder der Entlastung an der Quelle (sog. Meldeverfahren) gewährt werden. Gemäss Art. 20 Abs. 2 VStG i.V.m. Art. 2 DBA-Entlastungsverordnung kann die Verrechnungssteuerpflicht bei einer Dividende im grenzüberschreitenden Konzernverhältnis im Meldeverfahren erledigt werden.

Dies bedingt, dass einerseits bei der ESTV eine Bewilligung auf Durchführung des Meldeverfahrens (Formular 823B[30] oder 823C[31]) eingeholt wird[32] und andererseits innerhalb von 30 Tagen nach Dividendenfälligkeit eine Meldung (Formular 108) an die ESTV vorgenommen wird.[33]

Die Bewilligung für die Durchführung des Meldeverfahrens wird nur erteilt, wenn die Rückerstattungsberechtigung der Akquisitionsgesellschaft ausser Frage steht. Bestehen diesbezüglich Zweifel, kann die ESTV die Bewilligung zur Durchführung des Meldeverfahrens verweigern und die Abkommensberechtigung der Akquisitionsgesellschaft im ordentlichen Rückerstattungsverfahren beurteilen.[34]

Es ist auch möglich, die Frage der Abkommensberechtigung der Akquisitionsgesellschaft vorgängig im Rahmen einer Rulinganfrage mit der ESTV zu klären. Die Antwort der ESTV hat die Rechtswirkungen des Vertrauensschutzes i.S.v.

---

29 Vgl. Oesterhelt, Art. 10, Kommentar zum Schweizerischen Steuerrecht, Internationales Steuerrecht, Rz. 179.

30 Für Gesuche um Durchführung des Meldeverfahrens, welche sich auf ein bilaterales Doppelbesteuerungsabkommen stützen.

31 Für Gesuche um Durchführung des Meldeverfahrens, welche sich auf Art. 9 AIA-EU stützen.

32 Gemäss Art. 3 Abs. 2 der Verordnung über die Steuerentlastung schweizerischer Dividenden aus wesentlichen Beteiligungen ausländischer Gesellschaften vom 22. Dezember 2004 (SR 672.203, DBA-Entlastungsverordnung) muss diese vorgängig eingeholt werden. Es ist jedoch auch zulässig, das Bewilligungsgesuch für das Meldeverfahren (Formular 823B oder 823C) gleichzeitig mit der Meldung (Formular 108) einzureichen (vgl. Oesterhelt, StR 2022, 31).

33 Wird die Frist von 30 Tagen verpasst, führt dies gemäss Art. 20 Abs. 3 VStG nicht dazu, dass der Anspruch auf Durchführung des Meldeverfahrens verwirkt ist (anders noch Urteil des Bundesgerichts 2C_756/2010 vom 19. Januar 2011). Auch hat dies gemäss Art. 16 Abs. 2^{bis} lit. a VStG keine Verzugszinsfolgen. Eine verspätete Meldung kann lediglich mit einer Ordnungsbusse von maximal CHF 5'000 geahndet werden (vgl. Art. 64 Abs. 1 lit. c VStG; kritisch zur Zulässigkeit der Ordnungsbusse im internationalen Verhältnis Oesterhelt, StR 2022, 32 f.).

34 Vgl. Oesterhelt/Schreiber, EF 2020, 980.

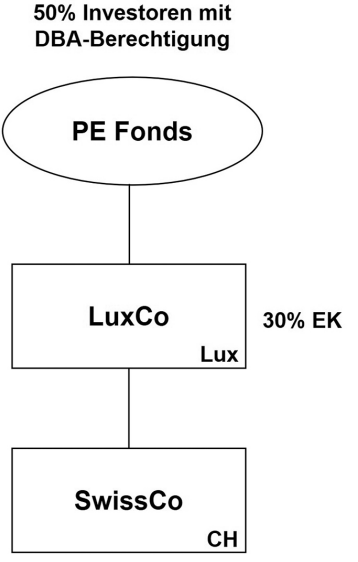
Art. 9 BV zur Folge.[35] Praxisgemäss behandelt die ESTV eine solche Rulinganfrage aber nur dann, wenn diese vor Vollzug der Akquisition eingereicht wird.

Bis zum Ablauf der Haltedauer von 2 Jahren kann das Meldeverfahren im Umfang von 30% gewährt werden und 5% müssen an die ESTV abgeliefert werden. Sobald die Haltedauer abgelaufen ist, können die 5% von der ESTV zurückgefordert werden (sog. Denkavit-Praxis).

5. Variante 2: 50% Investoren in DBA-Staaten

a) Sachverhalt

50% der Investoren sind in DBA-Staaten ansässig und wären bei einem Direktbesitz zur Rückerstattung bis zum Residualsatz von 15% für Portfoliobeteiligungen berechtigt. Die anderen 50% sind entweder unbekannt oder nicht zur Inanspruchnahme von DBA-Vorteilen berechtigt.



35 Vgl. Oesterhelt, SJZ 2021, 431 ff.

b) Beurteilung

Sind zwar nicht mehr als 80% der Investoren zur vollen Rückerstattung berechtigt, aber zu mehr als 50% in einem DBA-Staat ansässig, wird LuxCo die Rückerstattung bis zum Residualsatz von 15% gewährt.[36]

Die diesbezüglich von der ESTV angewandte Praxis bei Fonds unterscheidet sich somit von der Praxis zu Personal Holdings.[37] Die Unterscheidung ist gemäss Auffassung der ESTV deshalb angezeigt, weil die Errichtung von LuxCo im Gegensatz zur Personal Holding nicht von den Investoren veranlasst wird und diese auch keine Aktionärsrechte wahrnehmen.[38]

6. Variante 3: Operative Tochter im Ansässigkeitsstaat der Akquisitionsgesellschaft

a) Sachverhalt

Ein PE Fonds (mit unbekannten Investoren) erwirbt über eine UK-Holding (HoldCo) eine inländische Gesellschaft (SwissCo). SwissCo hat eine operative Tochtergesellschaft in UK (OpCo). HoldCo hat bloss bilanzielle Substanz.

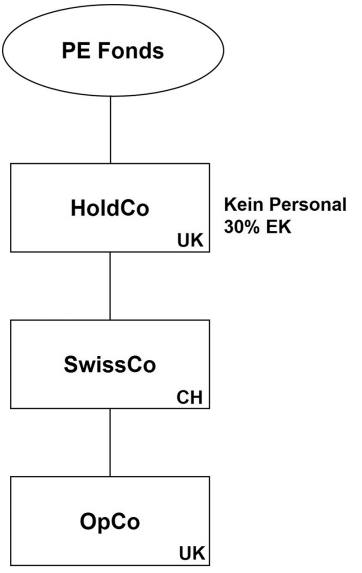
Kann HoldCo die Verrechnungssteuer auf Ausschüttungen von SwissCo zurückfordern bzw. das Meldeverfahren in Anspruch nehmen?

---

36 Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 6 Rz. 157.

37 Zur Praxis bei Personal Holdings vgl. Oesterhelt/Opel, StR 2021, 341 ff.

38 A.A. Oesterhelt, GesKR 2022, 326.



b) Beurteilung

Da HoldCo von einem PE Fonds mit unbekannten Investoren gehalten wird, liegt ein Fall des qualifizierten Treaty Shoppings vor (vgl. dazu oben Ziff. II.3.c)bb)). Dieses kann geheilt werden, wenn zwei von drei Substanzkriterien erfüllt sind.

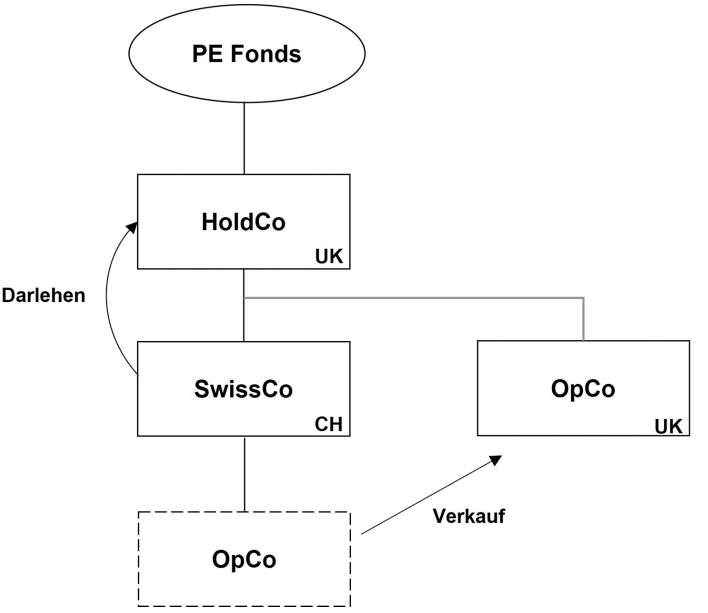
Grundsätzlich erfüllt HoldCo nur ein Substanzkriterium. Die personelle Substanz der ebenfalls in UK ansässigen OpCo kann ihr nicht zugerechnet werden, da diese über eine in einem Drittstaat ansässige Gesellschaft gehalten wird.

7. Variante 4: Verkauf von OpCo an HoldCo

a) Sachverhalt

Ein PE Fonds (mit unbekannten Investoren) erwirbt über eine UK-Holding (HoldCo) eine inländische Gesellschaft (SwissCo). SwissCo hat eine operative Tochtergesellschaft in UK (OpCo). HoldCo erwirbt OpCo von SwissCo gegen Darlehen.

Kann HoldCo die Verrechnungssteuer auf Ausschüttungen von SwissCo zurückfordern bzw. das Meldeverfahren in Anspruch nehmen?



b) Beurteilung

aa) Personelle Substanz bei HoldCo

Da HoldCo von einem PE Fonds mit unbekannten Investoren gehalten wird, liegt ein Fall des qualifizierten Treaty Shoppings vor (vgl. dazu oben Ziff. II.3.c)bb)). Dieses kann geheilt werden, wenn zwei von drei Substanzkriterien erfüllt sind.

Da die in UK ansässige OpCo nunmehr eine direkte Tochter von HoldCo ist, kann deren Substanz grundsätzlich *HoldCo zugerechnet* werden. Somit hat nun HoldCo personelle Substanz und ist zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer selbst dann berechtigt, wenn HoldCo selbst keines der drei Substanzkriterien erfüllt (sog. «*Abschirmwirkung der operativen Gesellschaft*»).

Bei einem Verkauf gegen Darlehen stellt sich aber die Frage, ob es sich beim Darlehen nicht um ein simuliertes Darlehen handelt. Wenn es sich um ein *simuliertes Darlehen* handeln würde, wäre bereits die Darlehensgewährung aus Sicht der Verrechnungssteuer eine Ausschüttung. Da in diesem Zeitpunkt HoldCo noch keine Substanz hat, wäre diese nicht zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt.

Damit das Darlehen nicht als simuliertes Darlehen anzusehen ist, muss dieses «*at arm's length*» sein (d.h. mit dem Mindestzins gemäss RS ESTV verzinst werden und hinreichend besichert sein).

bb) Nachträgliche Schaffung von Substanz

Der Umstand, dass HoldCo im Zeitpunkt der Akquisition von SwissCo noch nicht über hinreichend Substanz zur Heilung des qualifizierten Treaty Shoppings verfügt, ist grundsätzlich unschädlich. Entscheidend sind nämlich die Verhältnisse im Zeitpunkt der Fälligkeit der Dividende. Dies gilt selbst dann, wenn die Substanz bloss eine logische Sekunde vor der Dividendenfälligkeit geschaffen wird.[39]

Etwas anderes gilt nur dann, wenn die Substanz im Hinblick auf eine Dividendenausschüttung bloss kurzfristig geschaffen und anschliessend wieder abgebaut würde. Die nachträgliche Schaffung von Substanz stellt auch *kein Anwendungsfall der Altreservenpraxis* dar.[40]

8. Variante 5: Verkauf einer Auslandbeteiligung an HoldCo

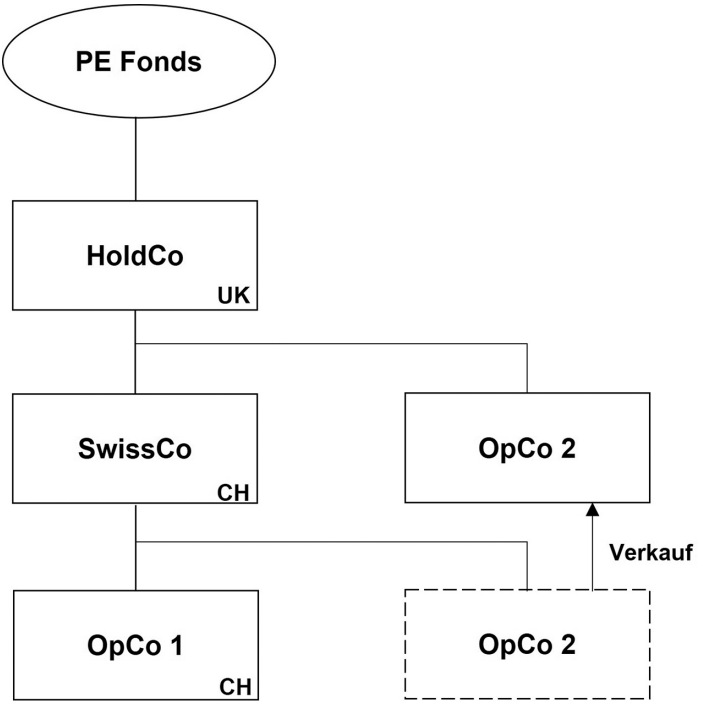
a) Sachverhalt

Ein PE Fonds (mit unbekannten Investoren) erwirbt über eine UK-Holding (HoldCo) eine inländische Gesellschaft (SwissCo). SwissCo hat eine operative Tochtergesellschaft in der Schweiz (OpCo 1) und eine operative Tochtergesellschaft in Spanien (OpCo 2). HoldCo erwirbt OpCo 2 von SwissCo gegen Darlehen.

Kann HoldCo die Verrechnungssteuer auf Ausschüttungen von SwissCo zurückfordern bzw. das Meldeverfahren in Anspruch nehmen?

---

39 Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 7 Rz. 23.
40 Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 7 Rz. 22.



b) Beurteilung

Da OpCo nunmehr in einem Drittstaat ist, kann deren personelle Substanz nicht HoldCo zugerechnet werden.

Wenn der Wert von OpCo 2 mit demjenigen von SwissCo vergleichbar ist, erfüllt HoldCo nun das Substanzkriterium der *funktionellen Substanz* (vgl. oben Ziff. II.3.c)dd)).

Wie in Variante 4 (vgl. oben Ziff. II.7.b)aa)) muss das Darlehen aber «at arm's length» sein, damit es sich dabei nicht um ein simuliertes Darlehen handelt.

III. Rückerstattung der Verrechnungssteuer an eine inländische Akquisitionsgesellschaft

1. Problematik

a) Verrechnungssteuer auf Ausschüttungen der Akquisitionsgesellschaft

Da Dividenden einer inländischen Kapitalgesellschaft gemäss Art. 9 Abs. 1 VStG i.V.m. Art. 4 Abs. 1 lit. b VStG der Verrechnungssteuer unterliegen, kann die Problematik der Verrechnungssteuer durch den Einsatz einer inländischen Akquisitionsgesellschaft nicht gelöst werden. Die Verrechnungssteuerlast verschiebt sich grundsätzlich lediglich von der Stufe der erworbenen inländischen Gesellschaft auf die Stufe der inländischen Akquisitionsgesellschaft.

Durch die Schaffung von Nennwert[41]/KER[42] bzw. die Gewährung von Aktionärsdarlehen[43] kann aber die Möglichkeit geschaffen werden, die der Akquisitionsgesellschaft zur Verfügung gestellten Mittel ohne Abzug der Verrechnungssteuer zu repatriieren. Insofern relativiert sich der Nachteil der Unterstellung unter die Verrechnungssteuer einer inländischen Akquisitionsgesellschaft.

b) Rückerstattungsberechtigung der inländischen Akquisitionsgesellschaft

Eine inländische Akquisitionsgesellschaft ist gemäss Art. 24 Abs. 2 VStG zur vollständigen Rückerstattung der Verrechnungssteuer auf von ihr erhaltenen Dividenden berechtigt. Gemäss Art. 20 Abs. 2 VStG i.V.m. Art. 26a VStV ist für Konzerndividenden eine Entlastung an der Quelle mittels Meldeverfahren möglich.

Im Gegensatz zum grenzüberschreitenden Meldeverfahren muss diesbezüglich keine Grundbewilligung eingeholt werden. Es genügt, innerhalb

---

41 Die Rückzahlung von Nennwert unterliegt gemäss Art. 4 Abs. 1 lit. b VStG i.V.m. Art. 20 Abs. 1 VStV nicht der Verrechnungssteuer.

42 Kapitaleinlagereserven können gemäss Art. 5 Abs. 1bis VStG ohne Abzug der Verrechnungssteuer ausgeschüttet werden.

43 Unschädlich ist dagegen die Finanzierung mittels Darlehen von Dritten bzw. mittels Verkäuferdarlehen.

von 30 Tagen mittels Formular 106 eine Meldung an die ESTV zu erstatten.[44]

c) Steuerumgehung nach Art. 21 Abs. 2 VStG

Einer inländischen Akquisitionsgesellschaft kann die Rückerstattung der Verrechnungssteuer aber gestützt auf Art. 21 Abs. 2 VStG in Fällen von *Steuerumgehung* verweigert werden.

Im Gegensatz zu einer im Ausland ansässigen Akquisitionsgesellschaft, welche die Rückerstattung der Verrechnungssteuer (bzw. die Anwendung des Meldeverfahrens) gestützt auf ein zwischen der Schweiz und dem Ansässigkeitsstaat der Akquisitionsgesellschaft abgeschlossenes Doppelbesteuerungsabkommen in Anspruch nimmt, stellt die ESTV *keine Anforderungen an die Substanz einer inländischen Akquisitionsgesellschaft*.[45] Der Grund dafür ist, dass das Verrechnungssteuersubstrat bei einer inländischen Akquisitionsgesellschaft ja grundsätzlich mit der Schweiz verhaftet bleibt, da ja Ausschüttungen einer inländischen Akquisitionsgesellschaft wiederum der Verrechnungssteuer unterliegen.

Wie in Ziff. III.1.a) oben ausgeführt wurde, ist das Verrechnungssteuersubstrat der erworbenen inländischen Gesellschaft aber in dem Umfang dann nicht mehr mit der Schweiz verhaftet, als die Akquisitionsgesellschaft mittels Nennwert/KER bzw. Aktionärsdarlehen finanziert wurde und so Mittel ohne Abzug der Verrechnungssteuer ins Ausland zurückgeführt werden können. Deshalb verweigert die ESTV in einem solchen Fall seit einigen Jahren die Rückerstattung der Verrechnungssteuer an eine inländische Akquisitionsgesellschaft gestützt auf Art. 21 Abs. 2 VStG unter dem Titel der sogenannten «*erweiterten internationalen Transponierung*» (vgl. dazu unten Ziff. III.2.).

---

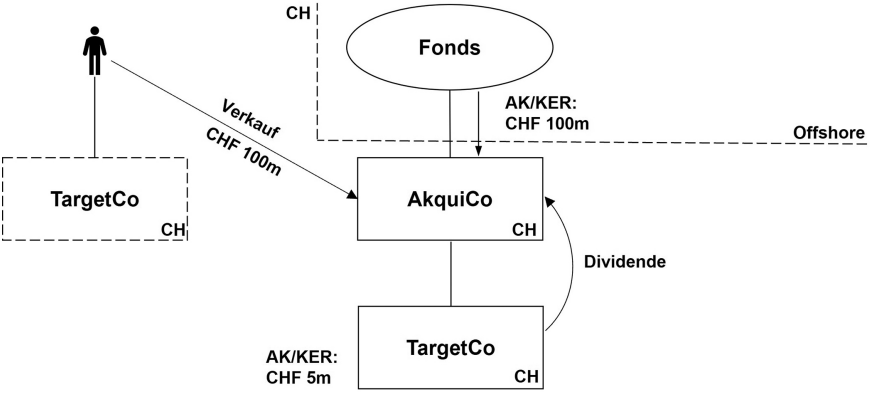
44 Auch für das Meldeverfahren nach Art. 26a VStV führt eine verspätete Meldung nicht dazu, dass der Anspruch auf Durchführung des Meldeverfahrens verwirkt ist bzw. zur Erhebung von Verzugszins (vgl. Art. 16 Abs. 2bis lit. a VStG). Eine verspätete Meldung kann aber auch hier mit einer Ordnungsbusse von maximal CHF 5'000 geahndet werden.

45 Dies zeigt sich auch dadurch, dass für das Meldeverfahren im nationalen Verhältnis nach Art. 26a VStV im Gegensatz zum Meldeverfahren im internationalen Verhältnis keine Bewilligung zur Durchführung des Meldeverfahrens eingeholt werden muss. Wenn kein Ruling eingeholt wird, dass die inländische Akquisitionsgesellschaft zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt ist, besteht diesbezüglich bis zum Eintritt der Verjährung Rechtsunsicherheit. Die Praxis der ESTV, dass für bestehende Strukturen, regelmässig keine Rulingbestätigungen abgegeben werden, führt hier zu einer unnötigen Rechtsunsicherheit. Es wäre zu begrüssen, wen die ESTV im nationalen Verhältnis Rulinganfragen im Hinblick auf künftige Dividenden auch für bestehende Strukturen behandeln würde. (Im internationalen Verhältnis ist dies weniger problematisch, da ein bewilligtes Formular 823/823B/823C die Rechtswirkungen des Vertrauensschutzes auslöst: vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 12 Rz. 15).

2. Erweiterte internationale Transponierung

a) Sachverhalt

Ein Private Equity Fonds gründet eine in der Schweiz ansässige Gesellschaft (AkquiCo) und bringt CHF 100 Mio. ein (AK/KER/Darlehen). In der Folge erwirbt AkquiCo von einem in der Schweiz ansässigen Verkäufer die TargetCo (AK/KER: CHF 5 Mio.) für CHF 100 Mio.



b) Beurteilung

aa) Rückerstattungsberechtigung von AkquiCo

Die in der Schweiz ansässige AkquiCo ist gestützt auf Art. 24 Abs. 2 VStG grundsätzlich zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. gestützt auf Art. 26a VStV zur Inanspruchnahme der Meldeverfahrens berechtigt. Es stellt sich aber die Frage, ob die Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. die Inanspruchnahme des Meldeverfahrens unter dem Titel der Steuerumgehung nach Art. 21 Abs. 2 VStG zu verweigern ist.

bb) Erweiterte internationale Transponierung

Unter dem Begriff der «erweiterten internationalen Transponierung» erfasst die ESTV Fallkonstellationen, bei denen Verrechnungssteuersubstrat im Hinblick auf den Verkauf an einen nicht zur vollständigen Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigten Käufer in den verrechnungssteuerfreien Raum «transponiert» wird.

Die ESTV verweigert unter dem Titel der «erweiterten internationalen Transponierung» die Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. die Anwendung des Meldeverfahrens auf Ausschüttungen einer inländischen[46] Gesellschaft in dem Umfang, in dem die inländische Akquisitionsgesellschaft Reserven ohne Abzug der Verrechnungssteuer an einen nicht rückerstattungsberechtigten Käufer ausschütten kann (d.h. im Umfang der Summe von Nennwert (Aktienkapital), Kapitaleinlagereserven (KER) sowie Aktionärsdarlehensschuld der Akquisitionsgesellschaft), wobei die Summe des AK/KER der erworbenen inländischen Gesellschaft sowie allfällige bereits bestehende Aktionärsdarlehen in Abzug gebracht werden kann.

In dem Umfang, wie KER/AK/Darlehen von AkquiCo die KER/AK von TargetCo übersteigen (d.h. im Umfang von CHF 95 Mio.) wird Verrechnungssteuersubstrat in den steuerfreien Raum «transponiert», da der Aktionär von AkquiCo (Fonds) nicht zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt ist.[47]

Deshalb kommt es in casu praxisgemäss zur Verweigerung der Rückerstattung auf Dividenden von TargetCo an AkquiCo auf den ersten CHF 95 Mio. Ausschüttung.

Die Rechtsfolgen der erweiterten internationalen Transponierung können durch nachträgliche Umbuchung der KER in übrige Reserven «geheilt» werden. Dies gilt auch mit Bezug auf Dividenden, welche vor der Umbuchung fällig geworden sind.[48]

c) Variante: Aktionärsdarlehen

aa) Sachverhalt

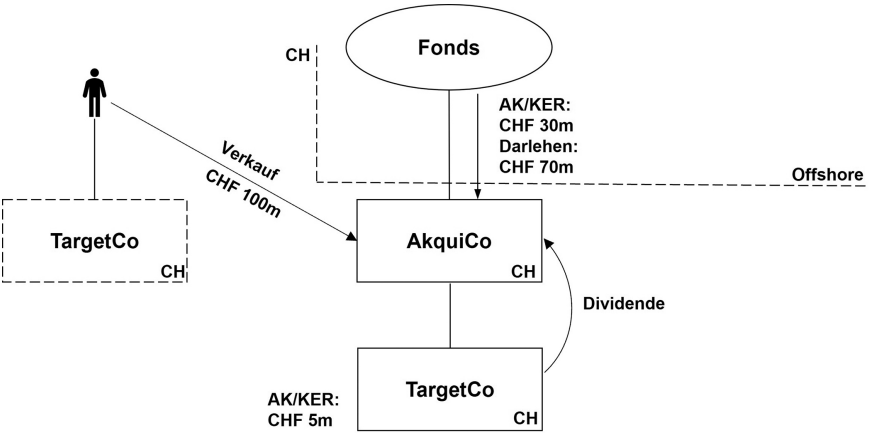
Wie wäre der Fall zu beurteilen, wenn der Fonds AkquiCo mit AK/KER von CHF 30 Mio. kapitalisieren würde und zusätzlich ein Darlehen von CHF 70 Mio. gewähren würde?

---

46 Bei einer ausländischen Akquisitionsgesellschaft kommt die Praxis der erweiterten internationalen Transponierung dagegen nie zur Anwendung (vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 10 Rz. 15 f.).

47 Kritisch zur Praxis der ESTV Oesterhelt, FStR 2020, 40 ff.

48 Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 10 Rz. 23.



bb) Beurteilung

Auch hier liegt – analog zum Ausgangssachverhalt in Ziff. III.2.a) – im Umfang von CHF 95 Mio. ein Anwendungsfall der erweiterten internationalen Transponierung vor.

Gewährt der Fonds an AkquiCo ein Darlehen, stellt sich die Frage, ob dieses zwingend zu kapitalisieren ist, um die Rechtsfolgen der erweiterten internationalen Transponierung zu «heilen».

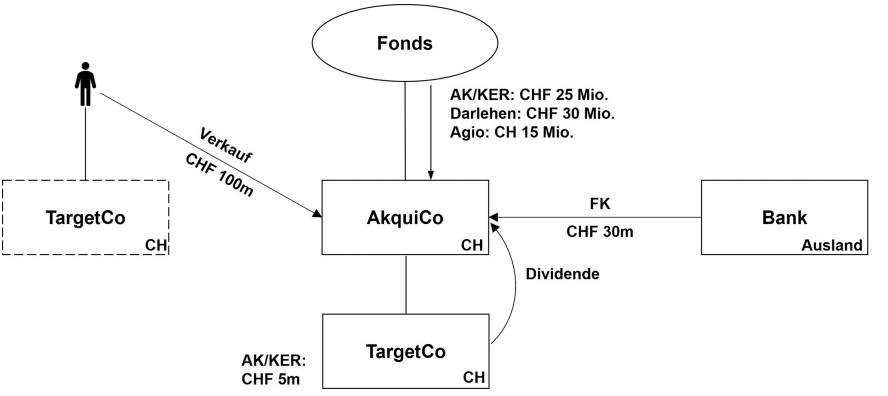
Denkbar ist in gewissen Situationen (z.B. Darlehensmodell für Carried Interest), dass im Rahmen eines Rulingantrags zugesichert wird, dass das Darlehen nicht zurückgeführt wird.

3. Akquisitionsgesellschaft mit Finanzierungsfunktion

a) Sachverhalt

Ein PE-Fonds erwirbt über eine inländische AkquiCo die inländische TargetCo für CHF 100 Mio. mit folgender Finanzierung: CHF 30 Mio. über ausländische Bank und CHF 70 Mio. Eigenmittel des Fonds (davon CHF 55 Mio. AK/KER/Darlehen und CHF 15 Mio. Agio). Variante 1: Das Aktionärsdarlehen beträgt CHF 45 Mio., wird aber zeitnah im Umfang von CHF 30 Mio. durch eine Bank refinanziert.

Die Bankfinanzierung wird u.a. durch Verpfändung der Aktien an AkquiCo und TargetCo sowie des Darlehens des Fonds an AkquiCo besichert (Variante 2: der Fonds gibt zusätzlich eine Garantie ab).



b) Beurteilung

aa) Schädliches Substrat für erweiterte internationale Transponierung

Eine erweiterte internationale Transponierung liegt immer dann vor, wenn mehr als die Hälfte des Kaufpreises von TargetCo mit «schädlichem» Substrat finanziert wird (darunter fallen insbesondere AK, KER und Aktionärsdarlehen).[49] Werden bestehende AK/KER von TargetCo (in casu: CHF 5 Mio.) auf Stufe der AkquiCo nachgebildet, stellt dies kein «schädliches» Substrat dar, da in dieser Höhe keine Transponierung vorliegt.

Die *Bankfinanzierung* (in casu in Höhe von CHF 30 Mio.) stellt ebenfalls kein «schädliches» Substrat dar, da die Bank selber nicht Anteilseignerin von TargetCo ist, weshalb auch dabei kein Transponierungsvorgang vorliegt. Dies gilt sowohl bei der Finanzierung durch eine inländische wie durch eine ausländische Bank.

Die Summe von AK/KER von TargetCo, Bankfinanzierung und Agio muss mit anderen Worten mindestens 50% des Kaufpreises (d.h. in casu CHF 50 Mio.) betragen.

Somit müssen bei TargetCo mindestens CHF 15 Mio. als der Verrechnungssteuer unterliegende Reserven (Agio) geschaffen werden, damit keine erweiterte internationale Transponierung vorliegt.

Wenn diese Schwelle überschritten wird, liegt ein Anwendungsfall der erweiterten internationalen Transponierung vor. Dies würde dazu führen, dass die

49 Vgl. Oesterhelt, GesKR 2022, 329 ff.

Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. die Anwendung des Meldeverfahrens auf Dividenden an AkquiCo vollumfänglich verweigert wird.

bb) Refinanzierung des Aktionärsdarlehen durch Bank

Wenn ein Aktionärsdarlehen zeitnah durch eine Bankfinanzierung refinanziert wird, zählt dieses nicht mehr als schädliches Substrat. Somit liegt auch in der Variante 1 keine erweiterte internationale Transponierung vor. Dies gilt jedoch nur dann, wenn die Refinanzierung von Anfang an geplant war und der ESTV z.B. in einer Rulinganfrage angezeigt wurde.

cc) Besicherung der Bankfinanzierung

Die Bankfinanzierung ist aber nur dann unschädliches Substrat, wenn sie eine echte Akquisitionsfinanzierung ist, d.h. nur durch Substrat von TargetCo besichert wird (Verpfändung von AkquiCo). Die Verpfändung des Darlehens durch den Fonds ist ebenfalls unschädlich, sofern dies Voraussetzung für die Gewährung der Bankfinanzierung ist.

Eine Garantie des Fonds (Variante 2) oder die Besicherung mit anderen Vermögenswerten des Fonds wäre dagegen schädlich und würde dazu führen, dass die Bankfinanzierung nicht mehr als unschädliches Substrat gelten würde.

dd) Amortisation der Bankfinanzierung

Wenn die Bankfinanzierung in der Folge durch Ausschüttungen der TargetCo aus laufenden Gewinnen *amortisiert* wird und das schädliche Substrat dadurch mehr als 50% des ursprünglichen Kaufpreises ausmacht, führt dies nicht dazu, dass nun ein Anwendungsfall der erweiterten internationalen Transponierung vorliegen würde.

Anders wäre es, wenn die Bankfinanzierung durch Mittel des Fonds oder durch Substanzausschüttungen der TargetCo, welche zu einem Abschreibungsbedarf bei der AkquiCo führen, amortisiert würde.

Auch die Rückzahlung von KER durch TargetCo zwecks Amortisation des Bankdarlehens könnte ggf. dazu führen, dass das schädliche Substrat mehr als 50% ausmacht, wodurch wiederum ein Anwendungsfall der erweiterten internationalen Transponierung vorliegen würde.

IV. Exit durch Veräusserung des Targets

1. Problematik

Auch bei der Veräusserung einer inländischen Gesellschaft durch einen Private Equity Fonds hält die Praxis der ESTV zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer einige Stolpersteine bereit. So kann einem Käufer die Rückerstattung der Verrechnungssteuer auf den bereits im Verkaufszeitpunkt bestehenden handelsrechtlich ausschüttungsfähigen nicht betriebsnotwendigen Mitteln unter dem Titel der Altreservenpraxis bzw. der Praxis der stellvertretenden Liquidation verweigert werden, wenn die Verkäuferin (d.h. die damalige Akquisitionsgesellschaft) im Gegensatz zur Käuferin nicht zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt war, weil sie nicht zwei Substanzkriterien erfüllte und somit ein allfälliges qualifiziertes Treaty Shopping nicht geheilt wird.

Bei einer im Ausland ansässigen Akquisitionsgesellschaft wird die Rückerstattung der Verrechnungssteuer bei einem Anwendungsfall der Altreservenpraxis unter dem Titel des Abkommensmissbrauchs verweigert. Eine im Inland ansässige Käuferin kann die Verrechnungssteuer grundsätzlich gestützt auf Art. 21 ff. VStG zurückverlangen bzw. das Meldeverfahren nach Art. 26a VStV in Anspruch nehmen. Auf den im Zeitpunkt des Kaufs vorhandenen Altreserven wird die Rückerstattung unter dem Titel von Art. 21 Abs. 2 VStG (Steuerumgehung) verweigert.

2. Altreservenpraxis

a) Sachverhalt

Die ESTV hat Rückerstattungsberechtigung der in Luxemburg ansässigen Akquisitionsgesellschaft eines Private Equity Fonds (LuxCo) im Ausgangssachverhalt abgelehnt, weil diese nicht zwei Substanzkriterien erfüllt und das qualifizierte Treaty Shopping nicht geheilt werden konnte. Deshalb kam es nie zu Ausschüttungen von SwissCo an LuxCo.

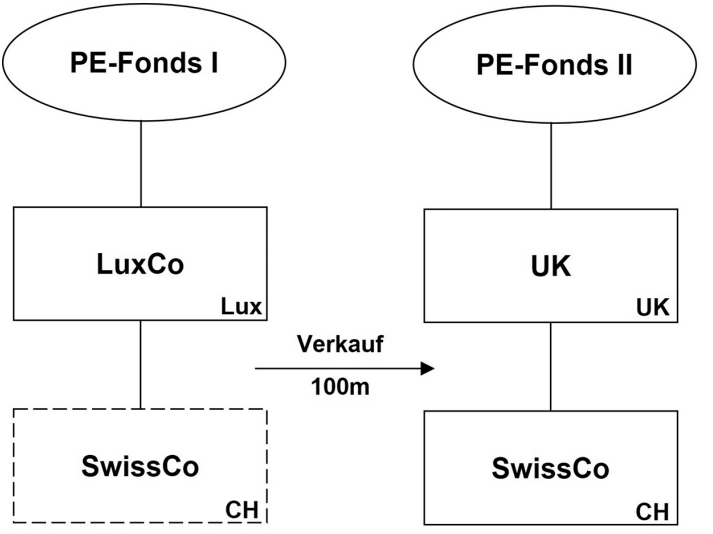
Nach einigen Jahren wird SwissCo an einen anderen PE Fonds verkauft. Dieser erwirbt SwissCo über eine in UK ansässige Akquisitionsgesellschaft (UKCo), welche zwei Substanzkriterien erfüllt.[50]

---

[50] Beispielsweise weil die Fondsmanager, welche für SwissCo zuständig sind, in UK ansässig sind (vgl. dazu Oesterhelt/Oppliger, § 6 Rz. 143 f.).

Im Zeitpunkt des Verkaufs hat SwissCo nicht betriebsnotwendige Liquidität von CHF 15 Mio., welche handelsrechtlich ausschüttungsfähig ist.

Wird die Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. die Inanspruchnahme des Meldeverfahrens auf Dividenden von SwissCo an UKCo gewährt?



b) Beurteilung

Da UKCo – im Gegensatz zu LuxCo grundsätzlich zur vollständigen Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt ist, führt die Veräusserung von SwissCo zu einer Verbesserung der Rückerstattungssituation. Es liegt mithin ein Anwendungsfall der Altreservenpraxis vor.

Im Zeitpunkt des Verkaufs verfügt SwissCo über handelsrechtlich ausschüttungsfähige nicht betriebsnotwendige Mittel von CHF 15 Mio. Somit wird die Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. die Inanspruchnahme des Meldeverfahrens auf der Ausschüttung der ersten CHF 15 Mio. verweigert. Gemäss Praxis der ESTV gilt dabei das sogenannte First in First Out-Prinzip (FIFO): Altreserven werden jeweils zuerst ausgeschüttet.

Eine Heilung der Altreserven durch Zeitablauf gibt es nicht. Auch wenn die Dividende erst viele Jahre nach dem Verkauf an UKCo ausgeschüttet werden, kann die Rückerstattung der Verrechnungssteuer im Umfang der damaligen Altreserven verweigert werden. Dies gilt auch dann, wenn SwissCo in der Zwi-

schenzeit von UKCo wiederum weiterveräussert wurde und die Altreserven noch nicht (oder nicht vollständig) ausgeschüttet wurden.[51]

Während Altreserven durch blossen Zeitablauf nicht heilen können, können diese aufgrund von seit der Veräusserung eingetretene Verluste verringert (und somit «geheilt») werden. Altreserven können mit anderen Worten nicht durch spätere Gewinne wiederhergestellt werden. Dabei nimmt die ESTV eine Verlustverrechnung nach der sogenannten Last in First Out-Methode (LIFO) vor: Verluste werden jeweils zunächst mit den späteren Gewinnen verrechnet, bevor diese die Altreserven verringern.[52]

3. Altreservenpraxis beim Verkauf einer Holding

a) Sachverhalt

Nunmehr ist die von der (nicht zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigten) LuxCo veräusserte SwissCo eine Holdinggesellschaft, welche ihrerseits eine inländische operative Tochtergesellschaft (OpCo) hält. Während SwissCo keine nicht betriebsnotwendigen Mittel in der Bilanz hat, hat OpCo nicht betriebsnotwendige Liquidität von CHF 15 Mio. Die Bilanzen von SwissCo und OpCo präsentieren sich wie folgt:

SwissCo (in mCHF)			
OpCo	3	Gesetzl. Reserven	1
		Aktienkapital	2

OpCo (in mCHF)			
Cash	15	Freie Reserven	28
Betrieb	15	Gesetzl. Reserven	1
		Aktienkapital	1

51 Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 7 Rz. 61.
52 Vgl. Oesterhelt/Oppliger, § 7 Rz. 63 ff.

b) Beurteilung

aa) Begriff der Altreserven

Der Begriff der Altreserven setzt sich aus zwei kumulativ zu erfüllenden Tests zusammen:

- *Passivtest*: Handelsrechtlich ausschüttungsfähige Reserven;
- *Aktivtest*: Nicht betriebsnotwendige Mittel.

Nicht betriebsnotwendige Mittel sind somit nur in dem Umfang potentielle «Altreserven», als diese handelsrechtlich ausschüttungsfähig sind.

bb) Aktivtest

Nicht betriebsnotwendig (Aktivtest) sind diejenigen Mittel, welche zur Erfüllung des betrieblichen Zwecks der Gesellschaft nicht benötigt werden. Dabei ist auf den Verkehrswert dieser Mittel abzustellen, d.h. stille Reserven sind zu berücksichtigen. Neben Barmitteln können auch *Kapitalanlagen* (z.B. Wertschriften oder Kapitalanlageliegenschaften) nicht betriebsnotwendige Mittel darstellen. *Stille Reserven* auf solchen Kapitalanlagen sind für die Bestimmung der nicht betriebsnotwendigen Mittel (Aktivtest) zu berücksichtigen.

Die so ermittelten nicht betriebsnotwendigen Mittel können um allfällige *Kapitaleinlagereserven* i.S.v. Art. 5 Abs. 1^{bis} VStG (KER) der Topgesellschaft verringert werden, wenn sich die Gesellschaft dazu verpflichtet, diese nach Umstrukturierung bzw. Verkauf auszuschütten bzw. auszubuchen. Dies ergibt sich daraus, dass die betriebsnotwendigen Mittel im Umfang der KER ja ohnehin verrechnungssteuerfrei ausgeschüttet werden könnten. KER von Gruppengesellschaften bleiben hingegen unberücksichtigt.

Gruppeninterne Darlehen an Schwestergesellschaften sind selbst dann als nichtbetriebsnotwendige Liquidität zu behandeln, wenn diese von der Schwestergesellschaft betrieblich investiert werden. Analoges gilt für Darlehen an die bisherige Mutter. Darlehen an eine Tochtergesellschaft, welche von dieser betrieblich investiert werden, sind hingegen für den Aktivtest unbeachtlich.

Relevant ist dabei die *Beurteilung im Zeitpunkt des Verkaufs*. Es kann durchaus sein, dass Mittel im Zeitpunkt der Umstrukturierung bzw. dem Verkauf betriebsnotwendig waren aber durch äussere Umstände oder durch eine neue strategische Ausrichtung nicht mehr betriebsnotwendig sind. Dies hat keinen Einfluss auf die im Zeitpunkt der Umstrukturierung bzw. dem Verkauf festgelegten Altreserven.

cc) Passivtest

Der Umfang der handelsrechtlich ausschüttungsfähigen Reserven (Passivtest) wirkt in zweierlei Hinsicht begrenzend:

Schranke 1: Sperrwirkung der handelsrechtlich ausschüttungsfähigen Reserven auf Stufe der übertragenen Obergesellschaft.

Schranke 2: Sperrwirkung der handelsrechtlich ausschüttungsfähigen Mittel der direkten und indirekten Gruppengesellschaft für die von diesen Gesellschaften gehaltenen nicht betriebsnotwendigen Mitteln.

Handelsrechtlich ausschüttungsfähig ist jeweils das (handelsrechtlich ausgewiesene) Eigenkapital der Gesellschaft abzüglich des Grundkapitals der Gesellschaft (Aktienkapital) sowie der gesetzlichen Reserven im Rahmen der diesbezüglich gesetzlich vorgesehenen Minima. Für eine Holdinggesellschaft gelten somit (unabhängig von der tatsächlichen Höhe der gesetzlichen Reserven) 20% des Aktienkapitals als nicht ausschüttungsfähig (Art. 671 Abs. 1 und 4 OR), bei allen anderen Gesellschaften beträgt diese Sperrgrösse 50% des Aktienkapitals (Art. 671 Abs. 3 OR).

KER der Obergesellschaft werden beim Passivtest nicht in freie Reserven umqualifiziert, da diese ja ohne Abzug der Verrechnungssteuer hätten ausgeschüttet werden können. Wenn eine Gesellschaft sowohl KER als auch gesetzliche Reserven ausweist, können letztere auch dann für den Passivtest in Abzug gebracht werden, wenn sie zeitlich vor den KER bilanziell ausgewiesen wurden. Wenn die gesetzlichen Reserven aber weniger als 50% bzw. 20% des Aktienkapitals betragen, können nur die effektiv ausgewiesenen gesetzlichen Reserven in Abzug gebracht werden. KER auf Stufe Tochtergesellschaft erfahren demgegenüber keine spezielle Behandlung.

Beim Passivtest wird rein auf die *Buchwerte gemäss Handelsbilanz* abgestellt. Stille Reserven auf Kapitalanlagen sind beim Passivtest nicht zu berücksichtigen.

dd) Nicht betriebsnotwendige Mittel der Tochtergesellschaft

Nicht betriebsnotwendige Mittel von (direkten und indirekten) Tochtergesellschaften werden in dem Umfang zu den nicht betriebsnotwendigen Mitteln der Obergesellschaft hinzugerechnet, als diese handelsrechtlich ausschüttungsfähig sind.

Als *Tochtergesellschaften* gelten sämtliche Gesellschaften, über deren Ausschüttungspolitik die Obergesellschaft bestimmen kann (d.h. in aller Regel Ge-

sellschaften, welche stimmenmässig beherrscht werden). Wird eine Gesellschaft nicht vollständig beherrscht (z.B. Beteiligung von 70%), werden die ausschüttungsfähigen nicht betriebsnotwendigen Mittel einer solchen Gesellschaft anteilsmässig angerechnet.

Dabei sind sowohl *in- als auch ausländische Konzerngesellschaften* zu berücksichtigen. Während sich die Frage der handelsrechtlichen Ausschüttungsfähigkeit bei inländischen Gesellschaften nach dem schweizerischen Handelsrecht bestimmt, gelten für ausländische Gesellschaften diesbezüglich grundsätzlich die Vorschriften des lokalen Handelsrechts. Aus Praktikabilitätsgründen akzeptiert die ESTV bei ausländischen Gesellschaften auch die analoge Anwendung der OR-Bestimmungen.

Analog zur Praxis bei der indirekten Teilliquidation nach Art. 20a Abs. 1 lit. a DBG werden dabei gesetzliche Reserven in Höhe von 50% (bei einer Holdinggesellschaft 20%) des Aktienkapitals anerkannt. Wenn die effektiv verbuchten gesetzlichen Reserven höher oder tiefer sind, werden sie für die Zwecke der Altreservenpraxis entsprechend reduziert bzw. erhöht. Dabei nehmen die entsprechend ermittelten ausschüttungsfähigen Reserven der obersten in der Schweiz ansässigen Gesellschaft eine Sperrwirkung ein.

Da die nicht betriebsnotwendige Liquidität von CHF 15 Mio. im Umfang von CHF 28.5 Mio. handelsrechtlich ausschüttungsfähig ist, ist diese im Hinblick auf den Aktivtest von SwissCo mitzuberücksichtigen.

ee) Passivtest von SwissCo

Mit Bezug auf den Passivtest («handelsrechtlich ausschüttungsfähig») ist nur die Stufe der Holding (SwissCo) relevant. Diese hat keine ausschüttungsfähigen Mittel. Somit liegen keine Altreserven vor. Somit kommt es nicht zur Verweigerung der Rückerstattung der Verrechnungssteuer unter dem Titel der Altreservenpraxis.

Nota bene: Die ESTV behält sich aber in krassen Fällen vor, die Sperrwirkung des Passivtests unter dem allgemeinen Rechtsmissbrauchsverbot zu negieren (Fälle der sog. «armen Holding»). Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass im vorliegenden Fall ein Fall der «armen Holding» vorliegt und der Passivtest von SwissCo keine Sperrwirkung entfaltet.

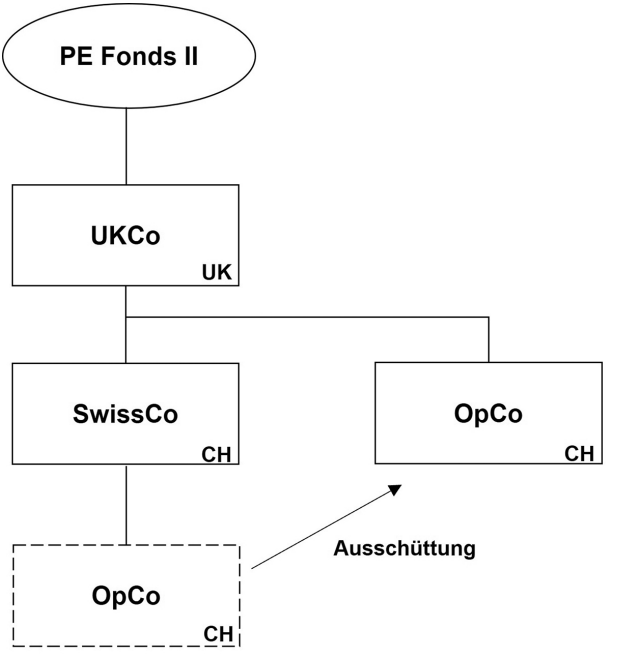
4. Stellvertretende Liquidation

a) Sachverhalt

UKCo hat SwissCo von der (nicht zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigten) LuxCo für CHF 100 Mio. erworben. UKCo selbst ist grundsätzlich zur vollständigen Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt, da sie zwei von drei Substanzkriterien erfüllt.

Im Zeitpunkt des Verkaufs verfügt SwissCo über keine handelsrechtlich ausschüttungsfähigen nicht betriebsnotwendigen Mittel. Es liegen mithin keine Altreserven vor.

SwissCo schüttet ihre einzige Beteiligung (OpCo) kurz nach dem Verkauf an UKCo aus.



b) Beurteilung

Die Ausschüttung von OpCo durch SwissCo unterliegt der Verrechnungssteuer im Umfang des Verkehrswerts von OpCo (d.h. CHF 35 Mio. Verrechnungssteuer). Es stellt sich die Frage, ob UKCo zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. zur Anwendung des Meldeverfahrens berechtigt ist.

Die ESTV kann die Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. die Anwendung des Meldeverfahrens potentiell unter der Praxis der sogenannten stellvertretenden Liquidation, einem Anwendungsfall des Abkommensmissbrauchs bzw. der Steuerumgehung, verweigern. Eine stellvertretende Liquidation liegt bei einem Verkauf mit anschliessender Ausschüttung vor, wenn folgende Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind:

- Satzverbesserung durch Verkauf;
- Verkauf einer faktisch liquidierten Gesellschaft oder einer Gesellschaft mit wenigen Aktiven;
- Liquidationsabsicht im Zeitpunkt des Verkaufs.

Sind diese Voraussetzungen erfüllt, stellt sich die ESTV auf den Standpunkt, dass wirtschaftliches Ziel der Transaktion nicht eine Veräusserung der Gesellschaft («*share deal*»), sondern eine Übertragung bzw. Veräusserung der Vermögenswerte der Gesellschaft («*asset deal*») war. Im Gegensatz zur Altreservenpraxis ist die Verweigerung der Rückerstattung der Verrechnungssteuer an den neuen Eigentümer nicht auf die im Zeitpunkt der Veräusserung bzw. Übertragung vorhandenen nicht betriebsnotwendigen, handelsrechtlich ausschüttungsfähigen Mittel beschränkt, sondern umfasst im Wesentlichen auch sämtliche stillen Reserven sowie den potentiellen Goodwill. Mithin wird die Rückerstattung nur im Umfang der Rückerstattungsquote des Verkäufers gewährt.

Im vorliegenden Fall führt der Verkauf von SwissCo zu einer Satzverbesserung im Umfang von 35%. Bei SwissCo als Holdinggesellschaft handelt es sich zudem um eine Gesellschaft mit wenigen Aktiven. Wenn die Ausschüttung zeitnah nach dem Erwerb durch UKCo erfolgt, geht die ESTV praxisgemäss davon aus, dass bereits im Verkaufszeitpunkt eine Liquidationsabsicht bestand. Diese Vermutung kann u.U. dadurch widerlegt werden, dass glaubhaft gemacht werden kann, dass die Ausschüttung von OpCo die Folge von Umständen ist, welche seit dem Erwerb durch UKCo eingetreten sind.

Im vorliegenden Fall wird die ESTV die Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. die Anwendung des Meldeverfahrens im Umfang der Differenz des Verkehrswerts von SwissCo (CHF 100 Mio.) und AK/KER (CHF 2 Mio.), d.h. auf CHF 98 Mio. (d.h. im Umfang von CHF 34.3 Mio.) verweigern.

5. Stellvertretende Teilliquidation

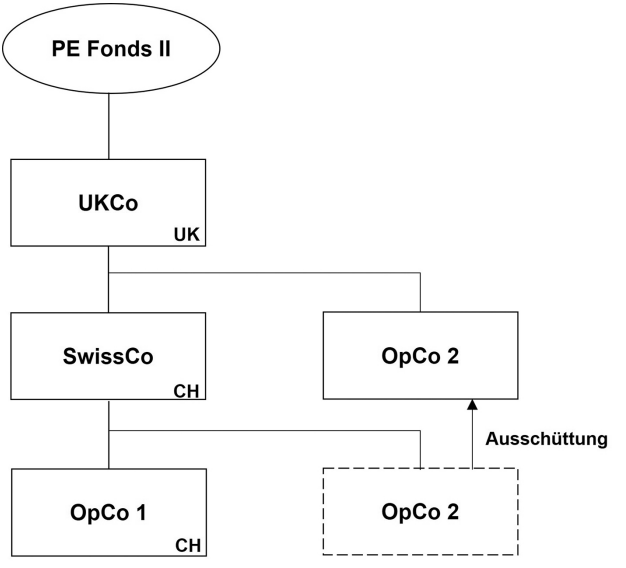
a) Sachverhalt

UKCo hat SwissCo von der (nicht zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigten) LuxCo für CHF 100 Mio. erworben. UKCo selbst ist grundsätzlich zur vollständigen Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt, da sie zwei von drei Substanzkriterien erfüllt.

Im Zeitpunkt des Verkaufs verfügt SwissCo über keine handelsrechtlich ausschüttungsfähigen nicht betriebsnotwendigen Mittel. Es liegen mithin keine Altreserven vor.

SwissCo hat zwei Beteiligungen, OpCo 1 (Wert: CHF 60 Mio.) und OpCo 2 (Wert CHF 40 Mio.). Variante: OpCo 1 hat einen Wert von CHF 80 Mio. und OpCo 2 hat einen Wert von CHF 20 Mio.

Kurz nach dem Erwerb durch UKCo schüttet SwissCo ihre Beteiligung OpCo 2 aus.



b) Beurteilung

aa) Grundsachverhalt

Die Ausschüttung von OpCo 2 durch SwissCo unterliegt der Verrechnungssteuer im Umfang des Verkehrswerts von OpCo (d.h. CHF 14 Mio. Verrechnungssteuer). Es stellt sich die Frage, ob UK zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. zur Anwendung des Meldeverfahrens berechtigt ist.

Wenn die Ausschüttung von OpCo bereits im Zeitpunkt des Verkaufs beabsichtigt war, wovon bei einer zeitnahen Ausschüttung vermutungsweise auszugehen ist, wird der Fall als sog. stellvertretende Teilliquidation behandelt (Fiktion eines teilweisen Asset Deals).

Die ESTV wird die Rückerstattung der Verrechnungssteuer im Umfang der Differenz des Verkehrswerts von OpCo 2 (CHF 40 Mio.) und AK/KER (CHF 2 Mio.), d.h. auf CHF 38 Mio. (Verrechnungssteuer von CHF 13.3 Mio.) verweigern.

bb) Variante

Die Verweigerung der Rückerstattung der Verrechnungssteuer unter dem Titel der stellvertretenden Teilliquidation setzt eine gewisse Materialitätsschwelle voraus. Diese ist bei 20% anzusetzen.

Da in casu die ausgeschüttete OpCo 2 bloss 20% der Vermögenswerte von SwissCo ausmacht, ist die Materialitätsschwelle nicht überschritten. Es liegt somit kein Fall einer stellvertretenden Liquidation vor.

Wenn OpCo aber im Anschluss an die Ausschüttung zeitnah von UKCo veräussert würde, kommt die Materialitätsschwelle nicht zur Anwendung und es kommt zur Verweigerung der Rückerstattung auf der Differenz des Verkehrswerts von OpCo 2 (CHF 20 Mio.) und AK/KER (CHF 2 Mio.), d.h. auf CHF 18 Mio.

V. Exit mittels IPO

1. Problematik

Anstelle eines Verkaufs kann ein Private Equity Fonds einen Exit über einen IPO machen. Wenn es sich bei der neuen Topgesellschaft um eine inländische Gesellschaft handelt, unterliegen künftige Dividenden grundsätzlich der Verrechnungssteuer. Wenn die Aktien auch bei ausländischen Investoren platziert werden sollen, kann dies deren Attraktivität schmälern.

Abhilfe kann dadurch geschaffen werden, dass bei der neuen Topgesellschaft Kapitaleinlagereserven (KER) geschaffen werden, welche gemäss Art. 5 Abs. 1bis VStG ohne Abzug der Verrechnungssteuer ausgeschüttet werden können. Wenn die Gesellschaft an einer ausländischen Börse kotiert wird, ist dabei keine besondere Prioritätenregel zu beachten. Bei der Kotierung an einer Schweizer Börse müssen gemäss Art. 5 Abs. 1ter VStG gleichviel übrige Reserven wie KER ausgeschüttet werden, wenn solche vorhanden sind.[53]

Die Einlage der Gesellschaft, welche an die Börse gebracht werden soll, im Rahmen einer Sacheinlage in die neugegründete Topgesellschaft berechtigt zur Bildung von KER. Die Bildung von KER bei der Topgesellschaft kann aber dazu führen, dass die ESTV die Rückerstattungsberechtigung der neuen Topgesellschaft für die von ihr vereinnahmten Dividenden unter dem Titel der erweiterten internationalen Transponierung verweigert.

Die ESTV verweigert die Rückerstattung der Verrechnungssteuer unter dem Titel der «erweiterten internationalen Transponierung» nämlich auch dann, wenn durch eine gruppeninterne Umstrukturierung *im Hinblick auf einen Verkauf* an eine nicht zur vollständigen Rückerstattung berechtigte Käuferin KER geschaffen werden. In diesem Fall kommt es zur Verweigerung der Rückerstattung auf den Dividenden der eingebrachten Gesellschaft an ihre inländische Mutter, bei der KER geschaffen wurden. Hiervon ist auch die Bildung von KER im Hinblick auf einen IPO erfasst.

2. Erweiterte internationale Transponierung

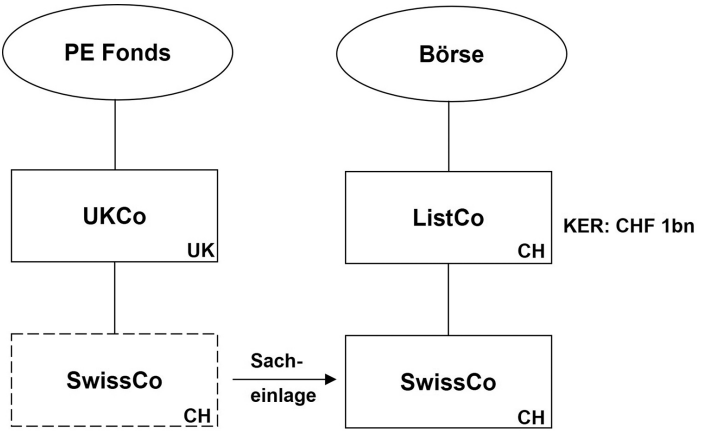
a) Sachverhalt

Ein PE Fonds möchte SwissCo im Rahmen eines IPO an die Börse bringen. SwissCo wird gehalten über eine in UK domizilierte Akquisitionsgesellschaft (UKCo). Die ESTV hat mittels Formular 823B bestätigt, dass UKCo über zwei Substanzkriterien verfügt und somit zur vollständigen Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt ist.

UKCo bringt SwissCo in eine neu errichtete, in der Schweiz ansässige ListCo ein. Im Umfang des Verkehrswerts von SwissCo (CHF 1 Mia.) werden bei ListCo KER gebildet.

---

[53] Vgl. hierzu eingehend Oesterhelt, EF 2019, 867 ff.; Ders., StR 2020, 102 ff.



b) Beurteilung

aa) Schaffung von KER

Durch die Sacheinlage von SwissCo in ListCo können bei dieser im Umfang des Verkehrswerts von SwissCo KER (in casu von CHF 1 Mia.) gebildet werden. Wenn ListCo an einer Schweizer Börse kotiert wird, handelt es sich dabei um sogenannte «Inland-KER», für welche die 50:50 Regel bei Ausschüttungen zu beachten ist.

bb) Verweigerung der Rückerstattung auf Dividenden von SwissCo

Da die Publikumsaktionäre von ListCo von der ESTV grundsätzlich als nicht zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigte Aktionäre angesehen werden, liegt grundsätzlich ein Anwendungsfall der erweiterten internationalen Transponierung vor. Diese kann nur durch angemessene Reduktion der bei der ListCo geschaffenen KER vermieden werden.[54]

VI. Fazit

Die Rückerstattung der Verrechnungssteuer auf Dividenden von schweizerischen Gesellschaften an Akquisitionsgesellschaften von Private Equity Fonds ist mit zahlreichen Tücken verbunden. Während bei einer ausländischen Akquisitionsgesellschaft die Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. die

[54] Vgl. hierzu Oesterhelt/Oppliger, § 10 Rz. 85 ff.

Anwendung des Meldeverfahrens unter dem Titel des Abkommensmissbrauchs verweigert werden kann, wenn die Akquisitionsgesellschaft im Ansässigkeitsstaat nicht über hinreichend Substanz verfügt, ist bei einer inländischen Akquisitionsgesellschaft eine Verweigerung der Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. der Anwendung des Meldeverfahrens unter dem Titel der erweiterten internationalen Transponierung denkbar.

Auch beim Exit ist die Problematik der Rückerstattung der Verrechnungssteuer zu beachten: Einer im Inland oder einem DBA-Staat ansässigen Käufergesellschaft kann die Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. die Anwendung des Meldeverfahrens ganz oder teilweise verweigert werden, wenn ein Anwendungsfall der Altreservenpraxis oder der stellvertretenden Liquidation vorliegt. Bei einem IPO mit einer inländischen ListCo kann es zur Verweigerung der Rückerstattung der Verrechnungssteuer bzw. der Anwendung des Meldeverfahrens unter dem Titel der erweiterten internationalen Transponierung kommen, wenn bei der ListCo übermässig Kapitaleinlagereserven geschaffen werden.

Literaturverzeichnis

Danon Robert/Glauser Pierre-Marie, Cross-border Dividends from the Perspective of Switzerland as the Source State, Intertax 2005, 503 ff.

Danon Robert/Salomé Hugues, The BEPS Multilateral Instrument, FStR 2017, 197 ff.

Haldner Felix, Fonds- und Dachfondsstrukturen für Private Equity in der Praxis Schweizer Anbieter, in: Gericke (Hrsg.), Private Equity III, Zürich 2013, 55 ff.,

Hess Toni, Steuern kollektiver Kapitalanlagen, Basel 2015.

Oesterhelt Stefan, Akquisitionen durch Private Equity Fonds aus steuerlicher Sicht – Rückerstattung der Verrechnungssteuer an in- oder ausländischen Akquisitionsgesellschaft, GesKR 2022, 322 ff. (zit. Oesterhelt, GesKR 2022).

Oesterhelt Stefan, Das steuerliche Umfeld für Private Equity-Anlagen, -Manager, -Investitionen und –Realisierungen, in: Dieter Gericke (Hrsg.), Private Equity V, Zürich 2016, 77 ff. (zit. Oesterhelt, Private Equity V).

Oesterhelt Stefan, Einschränkungen beim Kapitaleinlageprinzip, EF 2019, 867 ff. (zit. Oesterhelt, EF 2019).

Oesterhelt Stefan, Entlastung von der Verrechnungssteuer nach StADG, StR 2022, 20 ff. (zit. Oesterhelt, StR 2022).

Oesterhelt Stefan, Erforderliche Substanz für die Abkommensberechtigung bei Konzerndividenden – Alternativ oder kumulativ zu erfüllende Tests gemäss Praxis ESTV, EF 2025, 443 ff. (zit. Oesterhelt, EF 2025).

Oesterhelt Stefan, Erweiterte internationale Transponierung, FStR 2020, 40 ff. (zit. Oesterhelt, FStR 2020).

Oesterhelt Stefan, vor Art. 1, in: Bösch/Rayroux/Winzeler/Stupp (Hrsg.), BSK KAG, 2. A., Basel 2016, Rz. 330 ff.

Oesterhelt Stefan, Art. 10, in: Zweifel/Beusch/Matteotti (Hrsg.), Kommentar zum Schweizerischen Steuerrecht, Internationales Steuerrecht, 2. A., Basel 2026, Rz. 179.

Oesterhelt Stefan, KS 29b zum Kapitaleinlageprinzip, StR 2020, 102 ff. (zit. Oesterhelt, StR 2020).

Oesterhelt Stefan, Rechtliche Einordnung von Steuerrulings, SJZ 2021, 431 ff. (zit. Oesterhelt, SJZ 2021).

Oesterhelt Stefan, Transparente Behandlung ausländischer Fonds für die Rückerstattung der Verrechnungssteuer, StR 2016, 920 ff. (zit. Oesterhelt, StR 2016).

Oesterhelt Stefan/Opel Andrea, Abkommensberechtigung von Personal Holdings, StR 2021, 338 ff. (zit. Oesterhelt/Opel, StR 2021).

Oesterhelt Stefan/Opel Andrea, Haltedauer im Abkommensrecht, FStR 2021, 121 ff. (zit. Oesterhelt/Opel, FStR 2021).

Oesterhelt Stefan/Oppliger Oliver, Rückerstattung der Verrechnungssteuer, Bern 2024.

Oesterhelt Stefan/Schreiber Susanne, Anwendungsbereich des Meldeverfahrens bei geldwerten Leistungen, EF 2020, 978 ff. (zit. Oesterhelt/Schreiber, EF 2020).

Oesterhelt Stefan/Schreiber Susanne, Rückerstattung der Verrechnungssteuer bei Personengesellschaften – Anspruchsgrundlagen im VStG und in Doppelbesteuerungsabkommen, StR 2022, 455 ff. (zit. Oesterhelt/Schreiber, StR 2022).

Oesterhelt Stefan/Winzap Maurus, Abkommensmissbrauch, ST 2006, 773 ff. (zit. Oesterhelt/Winzap, ST 2006).

Oesterhelt Stefan/Winzap Maurus, Quellensteuerbefreiung von Dividenden, Zinsen und Lizenzen durch Art. 15 Zinsbesteuerungsabkommen, ASA 74 (2005/2006), 449 ff. (zit. Oesterhelt/Winzap, ASA 74).

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

Private Equity in the Sports Industry – Chancen, Hürden und Herausforderungen in der Schweiz?

Stephan Erni, Larissa Bassin*

Inhalt

I. Einleitung 104

II. Private Equity in der Sportindustrie 105
1. Investitionsbereiche 105
2. Anforderungen 106
a) Allgemeines 106
b) Etabliertes Geschäftsmodell 107
c) Profitabilität und Risikostruktur 107
d) Wachstumspotenzial 108
e) Governance und keine wesentlichen rechtliche Risiken 108
f) Starke Marktposition 108
g) Vorhandendes Wertsteigerungspotential 109
3. Gründe für Private Equity Investitionen im Sport 110
a) Starkes und relativ krisenresistentes Wachstum 110
b) Unterentwickelte Kommerzialisierung 111
c) Attraktive Medien- und Contentrechte 111
d) Knappheit und Asset-Charakter 112
e) Konsolidierungs- und Plattformstrategien 112
f) Internationale Skalierbarkeit 112
g) Emotionaler Faktor und Branding sowie ESG-Potenzial 113
4. Zahlen und Deals 113
a) International 113
aa) Allgemeine Übersicht 113
bb) Deals 115
cc) GSG – Spezifische Sport Investment Plattform 117
b) Schweiz 117
aa) Schweizer Sport-Targets von Private Equity Käufern 117
bb) Investments in Schweizer Sportteams und Sportarten 119

III. Private Equity Investments im nordamerikanischen Sport 121
1. Übersicht 121

* Die Autoren danken Rhea Hoorn, MLaw, für die geschätzte Unterstützung beim Verfassen dieses Beitrages.

2. Reformen 121
3. Spezielle Regeln im nordamerikanischen Profi-Sport im Vergleich zum Schweizer respektive Europäischen Sport 123
a) Draft-System 123
b) Salary Cap 125
c) Geschlossenes Ligasystem 126
d) Vertrags- und arbeitsrechtliche Aspekte 127

IV. Private Equity Investments im Schweizer Sport 129
1. Übersicht 129
2. Zulässigkeit der nordamerikanischen Profisport-Regeln in der Schweiz – kartell- und zivilrechtliche Anforderungen 129
a) Anwendbarkeit des Kartellrechts 129
aa) Geltungsbereich des Kartellgesetzes 129
bb) Kein Sektorenprivileg im Sportbereich 130
cc) Revision des Kartellgesetzes 130
b) Beurteilung unter dem Kartellgesetz 131
aa) Wettbewerbsabrede i.S.v. Art. 4 Abs. 1 KG 131
bb) Vermutungsbasis: Harte Abrede i.S.v. Art. 5 Abs. 3 KG 131
cc) Wiederlegung der gesetzlichen Vermutung der Wettbewerbsbeseitigung 132
dd) Rechtfertigungsgründe gemäss Art. 5 Abs. 2 KG 132
ee) Zwischenfazit 133
c) Beurteilung unter zivilrechtlichen Gesichtspunkten 134
d) Fazit 135
3. Vermarktungsrechte 135
a) Allgemein 136
b) Eigentümer des Vermarktungsrechts 137

V. Fazit 138

Literaturverzeichnis 139

I. Einleitung

Die globale Sportindustrie hat sich in den vergangenen Jahrzehnten zu einem eigenständigen, dynamisch wachsenden Investmentsektor entwickelt, der weit über den traditionellen Profisport hinausgeht.[1] Getrieben durch die fortschreitende Kommerzialisierung, die Digitalisierung von Medien- und Vermarktungsstrukturen sowie eine stetig wachsende weltweite Nachfrage nach Sport- und Freizeitangeboten, weist der Sektor aus Sicht von Private Equity Investoren attraktive Rendite- und Skalierungspotenziale auf.[2]

1 Carpenter Wellington PLLC, o.S.; Goodwin, 2.
2 Reyes, o.S.; Cusinato/Daniel/Plawiuk, 4; Oaklins, 2.

Im Folgenden soll einerseits dargestellt werden, welches die wichtigsten Investitionsbereiche und -objekte in der Sportindustrie sind und warum die typischen Investitionsanforderungen der Private Equity Investoren in der Sportindustrie sehr oft gut, ja sogar ausgezeichnet erfüllt werden sowie welches in den letzten zehn Jahren weltweit die grössten Transaktionen in der Sportindustrie waren und wie deren geographische Verteilung aussah. Andererseits soll anhand eines Vergleichs zwischen Private Equity Investments im nordamerikanischen Profi-Sport und entsprechender Investments im Schweizer Sport untersucht werden, ob die unterschiedlichen Ligamodelle in Nordamerika und Europa sowie kürzlich umgesetzte Reformen und Anpassungen von Liga-Vorschriften in den U.S.-amerikanischen Major Leagues zu einer höheren Attraktivität des nordamerikanischen Sportmarktes für Private Equity Investments geführt haben. In diesem Zusammenhang soll auch beleuchtet werden, ob die in den U.S.-amerikanischen Major Leagues anwendbaren Regeln betreffend Gehaltsobergrenzen (sogenannte Salary Caps) oder Draft-Systeme in der Schweiz rechtlich zulässig wären.

II. Private Equity in der Sportindustrie

1. Investitionsbereiche

Private Equity beschränkt sich längst nicht mehr auf direkte Beteiligungen an Sportclubs oder -teams. Zwar stehen Profi-Sportorganisationen aufgrund ihrer starken Marken, der treuen Fanbasis und ihres stabilen Cashflows weiterhin im Fokus, doch hat sich das Investitionsspektrum erheblich ausgeweitet.[3] Investoren zielen zunehmend auch auf vor- und nachgelagerte Geschäftsbereiche ab, in denen sich Wertsteigerungen oft unabhängiger vom sportlichen Erfolg realisieren lassen. Hierzu zählen insbesondere Beteiligungen an professionellen Ligen-Strukturen, die durch zentrale Vermarktung, Medienrechte und regulatorische Abschottung häufig planbarere Erlösströme bieten als einzelne Clubs.[4]

Ein zentrales Investitionsfeld stellen Medien- und Vermarktungsrechte dar. Private Equity Gesellschaften investieren hierbei sowohl direkt in Rechtehalter als auch in Vermarktungsagenturen, Plattformbetreiber und Produktionsgesellschaften, um von der Monetarisierung von Inhalten über lineare und nichtlineare Kanäle zu profitieren.[5] Eng damit verbunden sind Sportmarketing- und

3 Goodwin, 2.
4 Cusinato/Daniel/Plawiuk, 5; Goodwin, 2.
5 Oaklins, 6.

Managementagenturen, die Athleten, Events und Marken strategisch positionieren und zunehmend datengetrieben arbeiten.

Weitere Investitionsbereiche betreffen die sportbezogene Infrastruktur und die dazugehörigen Immobilien.[6] Stadien und multifunktionale Arenen werden vermehrt als ganzjährige Erlebnis- und Eventstandorte konzipiert, die zusätzliche Einnahmequellen abseits des Spielbetriebs erschliessen. Private Equity engagiert sich hier sowohl in der Finanzierung als auch im Betrieb und in der kommerziellen Entwicklung entsprechender Immobilienstrukturen.[7]

Darüber hinaus rücken Sportausrüstungshersteller und Sporttechnologieunternehmen in den Fokus potenzieller Investoren.[8] Technologische Innovationen, etwa in den Bereichen Performance-Tracking, Fan-Engagement oder digitale Ticketing-Systeme, eröffnen neue Geschäftsmodelle mit hoher Skalierbarkeit. Gleiches gilt für den stark wachsenden E-Sports-Sektor sowie für digitale Plattformen, die neue Zielgruppen ansprechen und klassische Sportmärkte ergänzen oder teilweise substituieren.[9]

Insgesamt zeigt sich, dass die Wertschöpfung im Sport aus Investorensicht heute ein breites, diversifiziertes Spektrum umfasst, das klassische sportliche Aktivitäten mit Medien, Technologie, Immobilien und Konsumgütern verbindet.

2. Anforderungen

a) Allgemeines

Ein mögliches Zielunternehmen muss aus Sicht eines Finanzinvestors gewisse Merkmale aufweisen beziehungsweise Anforderungen erfüllen, damit sich ein belastbarer Investment Case mit klaren Wertsteigerungshebeln und einem plausiblen Exit formulieren lässt. Diese Anforderungen variieren je nach Fondsstrategie, Dealgrösse, Branche und Kontrollgrad deutlich; ein klassischer Buyout-Fonds beurteilt ein reifes Target anders als ein Growth-Investor oder ein Infrastrukturfonds. Auch wenn somit die Anforderungen beziehungsweise deren Gewichtung im Einzelfall unterschiedlich sein können, sind die nachfolgend kurz erklärten Anforderungen bei Private Equity Investitionen grundsätzlich von zentraler Bedeutung.

---

6 Mulvihill/Papa, o.S.
7 Oaklins, 2, 5 ff.
8 Reyes, o.S.
9 Oaklins, 2, 5 ff.

b) Etabliertes Geschäftsmodell

Private Equity Investitionen in der Sportindustrie unterliegen – trotz der branchenspezifischen Besonderheiten – weitgehend den klassischen Investitionskriterien institutioneller Finanzinvestoren. Im Zentrum steht die Identifikation von Zielunternehmen, die ein etabliertes und tragfähiges Geschäftsmodell aufweisen und gleichzeitig substanzielle Wertsteigerungspotenziale eröffnen.[10] Die erforderliche Unternehmensgrösse variiert dabei je nach Fondsstrategie, Investitionsphase und Teilsegment der Sportindustrie. Ein einheitliches Grössenkriterium gibt es nicht; massgeblich ist, ob das Zielunternehmen in den Sweet Spot des jeweiligen Fonds fällt, also zu Ticketgrösse, Renditeprofil, Sektor- und Länderfokus sowie zum gewünschten Kontrollgrad passt.

c) Profitabilität und Risikostruktur

Ein zentrales Auswahlkriterium bilden die Profitabilität und die Qualität der Cashflows. Bevorzugt werden Unternehmen mit stabilen, planbaren und möglichst wiederkehrenden Erträgen, da diese eine verlässliche Finanzierungsstruktur und eine attraktive Fremdkapitalfähigkeit ermöglichen. Idealerweise ist das Geschäftsmodell nicht oder nur begrenzt kapitalintensiv, sodass Investitions- und Instandhaltungskosten die Liquidität nicht übermässig belasten. Entsprechend spielen solide EBITDA-Margen sowie die Möglichkeit zur Skalierung der operativen Plattform eine wesentliche Rolle bei der Investitionsentscheidung.[11] Der Markttrend zeigt dabei klar, dass Umsatzwachstum und EBITDA-Margenverbesserung heute stärker im Fokus stehen als reine Multiple-Expansion oder hohe Leverage-Beiträge.[12]

Von besonderer Bedeutung ist zudem die Risikostruktur des Zielunternehmens. Private Equity Fonds legen typischerweise Wert auf eine breite Kunden- und Lieferantenbasis, um Klumpenrisiken zu vermeiden und die Abhängigkeit von einzelnen Vertragspartnern oder Erlösquellen zu reduzieren. Gerade im Sportsektor, der teils stark von Medienverträgen, Sponsoren oder sportlichem Erfolg geprägt ist, stellt die Diversifikation der Einnahmen ein wesentliches Kriterium dar.[13]

---

10 Groner, 11; Frick, Rz. 20; Deloitte, o.S.
11 Groner, 11; Cusinato/Daniel/Plawiuk, 4, 8 ff.
12 McKinsey & Company, 17.
13 Cusinato/Daniel/Plawiuk, 8; Goodwin, 3.

d) Wachstumspotenzial

Darüber hinaus muss ein überzeugendes Wachstumspotenzial gegeben sein. Dieses kann sich aus der Attraktivität und dem Wachstum des relevanten Marktes ergeben, etwa durch eine steigende Nachfrage, strukturelle Veränderungen oder regulatorische Öffnungen.[14] Auch Internationalisierungsmöglichkeiten spielen eine wichtige Rolle, insbesondere bei skalierbaren Geschäftsmodellen in den Bereichen Medien, Technologie oder Sportdienstleistungen. Ergänzend dazu sind Buy-and-Build-Strategien von erheblichem Interesse: Die Möglichkeit, durch Add-on-Akquisitionen neue Produkte oder Dienstleistungen sowie durch organisches und anorganisches Wachstum eine führende Marktposition aufzubauen, stellt häufig einen zentralen Bestandteil der Equity-Story dar.[15]

e) Governance und keine wesentlichen rechtliche Risiken

Neben wirtschaftlichen Faktoren rücken rechtliche und organisatorische Aspekte zunehmend in den Fokus. Private Equity Fonds erwarten stabile und belastbare Governance-Strukturen oder zumindest die realistische Möglichkeit, solche nach dem Einstieg zeitnah aufbauen zu können.[16] Dies betrifft insbesondere Reporting-Linien, Management-Accountability, Budget- und KPI-Steuerung, Boardstruktur sowie interne Kontrollen. Gleichzeitig dürfen keine wesentlichen rechtlichen Risiken bestehen, insbesondere im Hinblick auf regulatorische und wettbewerbsrechtliche Vorgaben.

f) Starke Marktposition

Nebst den vorgenannten Anforderungen ist eine starke Marktposition des Zielunternehmens ein weiteres entscheidendes Investitionskriterium. Ein Unternehmen hat dann eine starke Marktposition, wenn es in seinem relevanten Markt über nachhaltige Wettbewerbsvorteile verfügt, die Umsatz, Profitabilität und Wachstum besser absichern als bei durchschnittlichen Marktteilnehmern und zudem gegebenenfalls Markteintrittsbarrieren bestehen. Mit anderen Worten kann das Unternehmen seine Stellung nicht nur über die Grösse, sondern über die Qualität seines Geschäftsmodells behaupten. Konkret zeigt sich dies typischerweise anhand der folgenden Faktoren:

– Begrenzter Preis- und Margendruck: Das Unternehmen ist nicht gezwungen, über den Preis zu konkurrieren, und kann Kostensteigerungen eher

14 Groner, 1 f.; Frick, Rz. 21.
15 Clauss/Jäckle/Strehle, Rz. 92 ff.; Goodwin, 2; DeChesare, o.S.
16 Groner, 15; Cusinato/Daniel/Plawiuk, 9; Goodwin, 4.

weitergeben. Das spricht für eine gewisse Preissetzungsmacht und stabilere Margen.
- Markenstärke: Eine starke Marke schafft Vertrauen, Wiedererkennung und Präferenz bei Kunden. Dadurch sinkt die Austauschbarkeit des Angebots, was Nachfrage und Preisniveau stützen kann.
- Technologische Differenzierung: Eine eigene Technologie sowie das entsprechende Know-how, Immaterialgüterrechte oder ein klar überlegenes Produkt machen das Unternehmen schwerer kopierbar und schaffen einen Vorsprung gegenüber Wettbewerbern.
- Langfristige Kundenbeziehungen: Wiederkehrende Umsätze, geringe Kundenverlustraten (sogenannte Churn-Raten), lange Vertragslaufzeiten oder hohe Wechselkosten deuten darauf hin, dass Kunden beim Unternehmen bleiben und die Ertragsbasis belastbar ist.
- Markteintrittsbarrieren: Markteintrittsbarrieren können zu einer starken Marktposition beitragen, weil sie es neuen Wettbewerbern erschweren, in den Markt einzutreten oder schnell relevante Marktanteile zu gewinnen. Typischerweise sind Markteintrittsbarrieren vor allem dann investitionsrelevant, wenn sie strukturell und nachhaltig sind, also nicht kurzfristig von Wettbewerbern umgangen werden können. Besonders wichtig ist dabei, ob sie zu dauerhafter Preissetzungsmacht, stabilen Margen und langfristigen Kundenbeziehungen führen.

Eine starke Marktposition liegt zusammenfassend somit vor, wenn ein Unternehmen in seinem Markt nicht leicht substituierbar, wettbewerblich gut geschützt und in der Lage ist, überdurchschnittlich stabile Umsätze und Margen zu erzielen und idealerweise durch Markteintrittsbarrieren geschützt ist.

g) Vorhandendes Wertsteigerungspotential

Ein weiteres zentrales Private Equity Investitionskriterium ist, ob neben der Status-quo-Qualität auch ein klar identifizierbares Wertsteigerungspotenzial besteht. Typische Hebel für die operative Wertschöpfung sind Pricing, Vertriebsverbesserung, Einkauf, Supply Chain, Prozessoptimierung, Digitalisierung, Shared Services, Working-Capital-Management, und Management-Upgrades. Diese operative Wertschöpfung hat in jüngster Vergangenheit gegenüber klassischem Financial Engineering deutlich an Bedeutung gewonnen.[17]

[17] McKinsey & Company, 17.

3. Gründe für Private Equity Investitionen im Sport

Aus den oben genannten Anforderungen können folgende Investitionsgründe im Sportbereich hergeleitet werden:

a) Starkes und relativ krisenresistentes Wachstum

Die Attraktivität der Sportindustrie für Private Equity Investoren beruht auf einer Kombination aus strukturellem Marktwachstum, begrenzter Verfügbarkeit hochwertiger Assets und besonderen emotionalen sowie gesellschaftlichen Faktoren. Im Vergleich zu vielen klassischen Industrien weist der Sportsektor ein starkes und vergleichsweise krisenresistentes Wachstum auf. Dieses wird insbesondere durch steigende Einnahmen aus Medien- und Übertragungsrechten, die fortschreitende Digitalisierung sowie die zunehmende Internationalisierung von Wettbewerben, Ligen und Marken getragen. Gerade im Bereich der Top-Ligen zeigt sich zudem eine hohe Nachfrage nach Live-Entertainment, die nur begrenzt konjunkturabhängig ist und dem Sektor eine besondere Stabilität verleiht.

Sport ist nicht nur ein Konsumgut, sondern zugleich Unterhaltung, Identität, Gesundheit, soziale Zugehörigkeit und Medieninhalt. Diese Kombination macht die Nachfrage breiter und stabiler als in vielen anderen Branchen. Selbst in schwierigeren Konjunkturphasen sparen Menschen eher bei austauschbaren Ausgaben als bei Angeboten, mit denen sie emotional stark verbunden sind, etwa ihrem Verein, regelmässigen Fitnessaktivitäten oder grossen Sportereignissen.

Ein wesentlicher Treiber ist auch die steigende gesellschaftliche Bedeutung von Gesundheit und Prävention. Alternde Bevölkerungen, ein erhöhtes Gesundheitsbewusstsein und der Trend zu einem aktiven Lebensstil erhöhen die Nachfrage nach Fitnessangeboten, Amateur- und Breitensport, Sporternährung, Wearables und gesundheitsnahen Dienstleistungen. Dadurch wächst der Sportsektor nicht nur über den Profisport, sondern auch über ein grosses Alltagsgeschäft. Hinzu kommt, dass Sport eines der wenigen Produkte ist, welches in einer digitalen Welt echte Live-Aufmerksamkeit bindet. Serien und Filme kann man zeitversetzt schauen; ein Fussballspiel, Tennismatch oder Formel-1-Rennen entfaltet seinen Wert vor allem live. Das macht Sportrechte für Sender, Streaming-Plattformen und Werbekunden besonders attraktiv. Solange Reichweite und Echtzeitbindung knapp bleiben, sind Medienrechte, Sponsoring und Partnerschaften starke Wachstumstreiber.

Der Sportsektor ist ausserdem oft mehrgleisig finanziert. Viele Sportunternehmen oder Sportökosysteme haben mehrere Erlösquellen gleichzeitig: Me-

dienrechte, Sponsoring, Ticketing, Hospitality, Merchandising, digitale Abos, Lizenzgeschäfte und teils auch daten- oder gaming-nahe Erlöse. Wenn ein Kanal vorübergehend schwächer wird, tragen andere Bereiche weiter. Das macht das Geschäftsmodell robuster als in Branchen, die nur von einer einzigen Nachfragequelle abhängen.

b) Unterentwickelte Kommerzialisierung

Ein weiterer zentraler Investitionsgrund liegt in der historisch unterentwickelten Kommerzialisierung vieler Sportorganisationen. Zahlreiche Clubs, Verbände und Ligen wurden lange Zeit primär sportlich oder gemeinnützig geprägt geführt und nicht konsequent auf Rendite- und Wertsteigerung ausgerichtet. Für Private Equity Investoren eröffnet dies die Möglichkeit, durch die Einführung professioneller Managementstrukturen erhebliche wirtschaftliche Potenziale zu nutzen. Insbesondere in den Bereichen Sponsoring, Merchandising, Hospitality und datenbasierte Geschäftsmodelle lassen sich zusätzliche Erlösquellen erschliessen. Die Monetarisierung globaler Fangemeinden, etwa über digitale Plattformen und personalisierte Angebote, gewinnt dabei zunehmend an Bedeutung.

c) Attraktive Medien- und Contentrechte

Von besonderer Relevanz sind zudem die attraktiven Medien- und Contentrechte, die den wirtschaftlichen Kern vieler Sportinvestments bilden. Langfristige TV-, Streaming- und Medienverträge sorgen für planbare Einnahmen und machen Sportinhalte zu einem begehrten Gut im Wettbewerb zwischen klassischen Medienhäusern und internationalen Streaming-Plattformen. Gleichzeitig eröffnet die technologische Entwicklung die Möglichkeit, eigene Inhalte zu produzieren und über Direct-to-Consumer-Modelle zu vertreiben.

Diese Direct-to-Consumer-Modelle sind vor allem deshalb attraktiv, weil sie die Beziehung zwischen dem Rechteinhaber und dem Endkunden unmittelbarer, datenreicher und wirtschaftlich effizienter machen. Anstatt wesentliche Teile von Reichweite, Kundenzugang und Marge an Intermediäre wie Broadcaster, Händler oder Ticketplattformen abzugeben, können Ligen, Clubs und Athleten ihre Angebote selbst monetarisieren, Kundendaten sammeln und die Fanbeziehung langfristig steuern. Diese Modelle ermöglichen es, nicht nur Live-Rechte, sondern auch Highlights, Behind-the-Scenes-Inhalte, Dokumentationen und Community-Formate aus einer Hand zu orchestrieren. Dies stärkt die Markenidentität und verlängert die Monetarisierung über den eigentlichen sportlichen Wettkampf hinaus.

d) Knappheit und Asset-Charakter

Ein charakteristisches Merkmal des Sportsektors ist ferner die Knappheit hochwertiger Assets. Die begrenzte Anzahl an Top-Ligen, Franchises und international relevanten Clubs führt zu einem ausgeprägten Angebotsmangel, der sich in steigenden Bewertungen widerspiegelt. Sportrechte und Clubs werden zunehmend als sogenannte Trophy-Assets wahrgenommen, deren Besitz nicht nur wirtschaftliche, sondern auch strategische und reputationsbezogene Bedeutung hat. Diese Knappheit trägt massgeblich zur langfristigen Wertstabilität und -steigerung bei, wie insbesondere die Entwicklung der Bewertungen im nordamerikanischen Profisport oder im europäischen Fussball zeigt.

e) Konsolidierungs- und Plattformstrategien

Darüber hinaus ermöglichen Konsolidierungs- und Plattformstrategien den Aufbau integrierter Sportökosysteme. Private Equity verfolgt vermehrt Ansätze, die Inhalte, Daten, Vermarktung und Technologie miteinander verknüpfen, um Skaleneffekte zu realisieren und Risiken zu diversifizieren. Durch die Kombination unterschiedlicher Geschäftsmodelle innerhalb eines Sportökosystems lassen sich Abhängigkeiten vom reinen Spielbetrieb reduzieren und zusätzliche Wachstumspfade erschliessen.

f) Internationale Skalierbarkeit

Die internationale Skalierbarkeit stellt einen weiteren wesentlichen Treiber dar. Sport ist in hohem Masse grenzüberschreitend anschlussfähig, sowohl hinsichtlich der Vermarktung als auch der medialen Verwertung. Die wichtigsten Gründe dafür sind:

- Global verständliches Kernprodukt: Die meisten Sportarten brauchen keine kulturelle Übersetzung – dies erleichtert den Markteintritt in neue Länder.
- Skalierbare Immaterialgüter- und Medienrechte: Rechte an Spielen, Highlights, Marken und Formaten können in mehreren Ländern lizenziert werden. Die Grenzkosten zusätzlicher digitaler Reichweite sind relativ niedrig.
- Globale Sponsorenbudgets: Internationale Marken suchen Plattformen mit weltweiter Sichtbarkeit. Sport bietet genau diese Kombination aus Reichweite, Live-Aufmerksamkeit und emotionaler Bindung.
- Replizierbare Geschäftsmodelle: Ligen-Formate, Events, Datenprodukte, Streaming-Angebote und Sporttechnologie lassen sich häufig in mehreren Märkten mit ähnlicher Logik ausrollen.

Wachstumsregionen wie Asien oder der Nahe Osten gewinnen zudem zunehmend an Bedeutung, sei es durch neue Fangruppen, internationale Wettbewerbe oder kapitalkräftige Investoren. Globale Sponsoren und internationale Medienpartnerschaften verstärken diesen Effekt und ermöglichen es, Marken und Inhalte weltweit zu monetarisieren.

g) Emotionaler Faktor und Branding sowie ESG-Potenzial

Schliesslich spielen der emotionale Faktor und die starke Markenbindung eine besondere Rolle. Sportorganisationen verfügen häufig über eine aussergewöhnlich loyale Fanbasis und eine hohe mediale Präsenz, was zu einer ökonomischen Resilienz führt, die kaum mit anderen Branchen zu vergleichen ist. Die emotionale Bindung zum Produkt Sport ist deutlich belastbarer als bei vielen anderen Konsumgütern. Ein Fan bleibt seinem Club oft auch in sportlich schwächeren Phasen treu. Für Investoren ist dies wichtig, weil eine solche emotionale Bindung regelmässig zu wiederkehrender Nachfrage führt.

Ergänzt wird dies zunehmend durch ESG-Überlegungen: Sport fungiert als gesellschaftlicher Multiplikator und bietet Ansatzpunkte für nachhaltige Infrastrukturprojekte, verantwortungsvolle Eventkonzepte und transparente Lieferketten. Das ESG-Potenzial ist im Sport auch deshalb erheblich, da der Sport gesellschaftlich sichtbar ist und direkt auf Verhalten, Vorbilder und Communities wirkt. Für institutionelle Investoren ist dieser Bereich oft besonderes relevant, weil soziale Wirkung im Sport glaubwürdig und sichtbar vermittelbar wird.

4. Zahlen und Deals

a) International

aa) Allgemeine Übersicht

Die Entwicklung der Transaktionsaktivitäten im Sportsektor zeigt in den vergangenen Jahren international einen Anstieg sowohl in quantitativer als auch in wertmässiger Hinsicht. Auffällig ist zunächst das insgesamt wachsende Transaktionsvolumen über den betrachteten Zeitraum von zehn Jahren hinweg. Während im Jahr 2016 noch eine vergleichsweise moderate Anzahl an Transaktionen verzeichnet wurde, zeigt sich insbesondere ab 2020 eine deutliche Zunahme sowohl der Käuferzahlen als auch der investierten Kapitalvolumina. Diese Entwicklung unterstreicht den strukturellen Wandel des Sportsektors hin zu einer zunehmend institutionalisierten Anlageklasse.

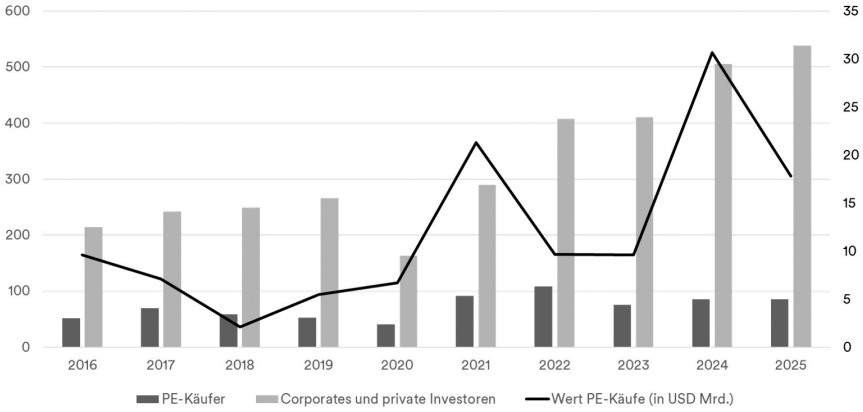


Abbildung 1: Deals im Sport-, Lifestyle- und Unterhaltungssektor; weltweiter Vergleich 2016–2025; Mergermarket, L&S.



Abbildung 2: Geographische Verteilung der Targets im Sport-, Lifestyle- und Unterhaltungssektor im Zeitraum 2016 – 2025; Mergermarket, L&S.

Die geografische Verteilung der Private Equity Zielunternehmen im Sport ist stark auf Nordamerika und Europa konzentriert, während Asien, der Mittlere Osten/Afrika und Ozeanien bislang deutlich geringere, aber wachsende Anteile aufweisen. Nordamerika nimmt derzeit den grössten Anteil an Private Equity Investitionen im Profisport ein, insbesondere in den grossen US-Ligaverbunden National Football League (NFL), National Basketball Association (NBA), Major League Baseball (MLB), National Hockey League (NHL) und Major League Soccer (MLS). Europa bildet den zweiten geographischen Schwerpunkt, vor allem im Fussball der Big-Five-Ligen (Premier League, La Liga, Serie A, Bundesliga, und Ligue 1). In Asien, dem Mittleren Osten/Afrika und

Ozeanien finden Private Equity Investitionen eher selektiv statt, etwa in einzelne Ligen, Clubs, Agenturen oder Sport-Tech-Plattformen. Diesen Märkten wird aufgrund wachsender Fanbasis, steigenden Medienerlösen und zunehmender institutioneller Beteiligung ein Wachstumspotenzial zugeschrieben.

bb) Deals

Die zunehmende Bedeutung von Private Equity im internationalen Sport lässt sich besonders anschaulich anhand konkreter Transaktionen und Beteiligungsmodelle (wiederum im oben genannten Zeitraum von zehn Jahren) verdeutlichen. Die nachfolgend kurz beschriebenen Transaktionen sind die – gemessen am Transaktionsvolumen – zehn grössten Transaktionen, welche gemäss Mergermarket in den letzten zehn Jahren im zusammengefassten Sport-, Lifestyle- und Unterhaltungssektor gemeldet wurden. Ein prägendes Beispiel im Bereich Medien und Sport-Entertainment ist die im September 2025 angekündigte Akquisition von Electronic Arts Inc. durch den Public Investment Fund (PIF) und Silver Lake. Der Spiele- und Sportinhaltsanbieter, dessen Geschäftsmodell auf globalen Sportlizenzen und digitalen Vertriebsmodellen beruht, wies dabei eine Bewertung von rund USD 56.6 Milliarden auf. Ebenfalls im Medien- und Entertainment-Segment angesiedelt ist die Endeavor Group, zu der unter anderem die Ultimate Fighting Championship (UFC) sowie umfangreiche Sportvermarktungs- und Talentmanagement-Aktivitäten gehören. Silver Lake hat die vollständige Übernahme der Endeavor Group im März 2025 zu einer Bewertung von rund USD 10.2 Milliarden vollzogen.[18]

Im Bereich der Sport- und Freizeit-Infrastruktur ist die Beteiligung von KSL Capital Partners an der Alterra Mountain Company hervorzuheben. Alterra betreibt ein internationales Portfolio von Skiresorts und Freizeitdestinationen und wurde im Januar 2024 mit rund USD 7.2 Milliarden bewertet, als KSL Capital Partners seine Beteiligung an Alterra in ein sogenanntes Single Asset Continuation Vehicle angekündigt hatte. Diese Transaktion steht exemplarisch für Private Equity Investitionen in hochskalierbare Plattformen, die Sport, Tourismus und Immobilien miteinander verbinden und über diversifizierte Ertragsquellen verfügen.[19]

Direkte Investitionen in professionelle Ligen markieren einen weiteren Meilenstein. CVC Capital Partners (CVC) beteiligte sich sowohl an der spanischen Liga Nacional de Fútbol Profesional (LNFP) als auch an der französischen Ligue de Football Professionnel (LFP). In Spanien erwarb CVC im August 2021 eine

18 Mergermarket, L&S.
19 Mergermarket, L&S.

Minderheitsbeteiligung von rund 10% an der LNFP zu einem Kaufpreis von USD 3.2 Milliarden, was einer impliziten Gesamtbewertung der Liga von etwa USD 28 Milliarden entsprach. In Frankreich erwarb CVC im Juli 2022 eine Beteiligung von rund 13% an der LFP zu einem Kaufpreis von rund USD 1.7 Milliarden. Diese Transaktionen sind insofern bemerkenswert, als sie erstmals in grösserem Umfang Private Equity direkt in die zentrale Struktur europäischer Profiligen einführten und damit neue Governance- und Finanzierungsmodelle etablierten.[20]

Auch auf Clubebene sind Private Equity Investitionen inzwischen etabliert. ClearLake Capital hat im Mai 2022 zusammen mit privaten Finanzinvestoren die Chelsea FC Holdings zu einer Bewertung von rund USD 3.1 Milliarden erworben. Die Transaktion verdeutlicht, dass Spitzenclubs des europäischen Fussballs mittlerweile als globale Entertainment-Marken mit erheblichem Wachstumspotenzial bewertet werden. Ein weiteres Beispiel ist die Mehrheitsbeteiligung von Apollo Global Management an Club Atlético de Madrid SAD, bei der Apollo im März 2026 rund 55% der Anteile zu einer Bewertung von etwa USD 1.6 Milliarden erwarb. Diese Beteiligungen zeigen, dass sich selbst traditionsreiche Clubs mit starker regionaler Identität zunehmend für internationale Finanzinvestoren öffnen.[21]

Abseits des klassischen Profifussballs investiert Private Equity auch in sportnahe Freizeit- und Konsumplattformen. Apollo Global Management hält beispielsweise ein umfangreiches Portfolio an Golfplatzbetreibern über Invited Clubs (vormals ClubCorp Club Operations Inc.), welches Apollo im Jahre 2017 für rund USD 2.2 Milliarden erworben hat. Ergänzend dazu steht die Beteiligung von Pamplona Capital Management und Goldman Sachs an der Bass Pro Group, einem Anbieter von Outdoor-, Jagd- und Freizeitprodukten, mit einer Bewertung von rund USD 2.4 Milliarden, welcher mit diesem investierten Kapital im Jahre 2017 die Übernahme der Cabela's Inc. zu einer Bewertung von USD 5.8 Milliarden finanziert hatte. Schliesslich ist die Beteiligung von TDR Capital an der David Lloyd Leisure Group, einem internationalen Betreiber von Fitness- und Gesundheitsclubs, hervorzuheben, wobei TDR Capital diese im Jahre 2013 erworben und im November 2025 zu einer Bewertung von rund USD 2.7 Milliarden an einen eigenen Continuation Fund (TDR Capital Titan) veräussert hat.[22]

Die genannten Transaktionen verdeutlichen, dass Private Equity im internationalen Sport nicht auf einzelne Nischen beschränkt ist, sondern systema-

20 Mergermarket, L&S.
21 Mergermarket, L&S.
22 Mergermarket, L&S.

tisch in skalierbare Plattformen, exklusive Rechte und knappe Premium-Assets investiert. Sie zeigen zugleich, dass sportbezogene Investments inzwischen Bewertungsniveaus erreicht haben, die sie klar als eigenständige und wettbewerbsfähige Asset-Klasse im globalen Private Equity Markt positionieren.

cc) GSG – Spezifische Sport Investment Plattform

Die zunehmende Attraktivität und Relevanz des Sports als Investmentsektor zeigt sich auch darin, dass CVC mit ihrer Global Sport Group (GSG) im September 2025 eine neue Plattform für ihre weltweiten Sportbeteiligungen geschaffen hat. Mit einem Investitionsvolumen von rund USD 13.6 Milliarden bildet die GSG die zentrale Plattform für CVCs Sportengagements. Dazu zählen Beteiligungen an der spanischen La Liga, der französischen LFP Media (die kommerzielle Tochtergesellschaft der französischen Ligue de Football Professionnel), an Six Nations Rugby, Volleyball World, PREM Rugby, der United Rugby Championship sowie an WTA Ventures, einem gemeinsamen Joint Venture mit der Women's Tennis Association (WTA). Die GSG soll bestehende Beteiligungen stärker vernetzen und gemeinsame Potenziale in den Bereichen Medien, Sponsoring und digitale Vermarktung erschliessen. Nebst den oben genannten Investitionen kann CVC auch in Richtung Nordamerika expandieren, da sie für Investitionen in NFL-Franchises zugelassen ist.

b) Schweiz

aa) Schweizer Sport-Targets von Private Equity Käufern

Auch im Schweizer Kontext lassen sich in den letzten Jahren vermehrt Transaktionen beobachten, die den wachsenden Einfluss von Private Equity und Venture Capital im erweiterten Sport- und Freizeitökosystem widerspiegeln. Dabei stehen weniger klassische Club-Beteiligungen im Vordergrund, sondern vielmehr Sportwetten, Sportartikel, Fitness sowie kommerzielle Rechte und Plattformmodelle.

Ein prominentes Beispiel stellt das Engagement des Allwyn-Konzerns dar. Die Venture-Capital-Sparte der tschechischen J&T Bank Group hat im Jahr 2025 eine Beteiligung von 4.27% an der in der Schweiz domizilierten Allwyn International für rund CHF 580 Millionen erworben, womit Allywn mit rund USD 13 Milliarden bewertet wurde. Allwyn ist ein international tätiger Lotterie- und Wettanbieter mit Aktivitäten unter anderem in Österreich, Griechenland und Zypern, im Vereinigten Königreich, in Nordamerika sowie in Tschechien. Die Transaktion unterstreicht das starke Investoreninteresse an regulierten Plattformen für Glücksspiel- und Sportwetten mit stabilen Cashflows und inter-

nationaler Skalierbarkeit, an denen auch Schweizer Finanzinvestoren zunehmend partizipieren.[23]

Im Bereich Sport, Gesundheit und Prävention ist die Übernahme der Blackroll AG durch KKA Partners hervorzuheben. Blackroll AG ist ein international positioniertes Unternehmen für medizinische Produkte und Fitnesslösungen und steht exemplarisch für den Trend zur Professionalisierung und Internationalisierung von Health- und Performance-Marken mit sportlichem Bezug. Auch wenn der Kaufpreis nicht öffentlich kommuniziert wurde, verdeutlicht die Transaktion die Attraktivität dieses Segments für wachstumsorientierte Private Equity Investoren.[24]

Ein weiteres Beispiel aus dem Fitnesssektor ist der Einstieg von Invision bei NonStopGym SA. Invision erwarb im Jahr 2023 eine Mehrheitsbeteiligung an der Fitnesskette, die sich durch ein skalierbares Low-Cost-Modell auszeichnet. Die Transaktion fügt sich in eine Reihe von Private Equity Investitionen in den europäischen Fitnessmarkt ein, der von Konsolidierung, Digitalisierung und steigender Nachfrage nach flexiblen Trainingsangeboten geprägt ist.[25]

Im klassischen Sportartikelbereich ist der Erwerb der Mammut Sports Group AG durch Telemos Capital beziehungsweise Jacobs Capital im Jahr 2021 zu einem Kaufpreis von rund USD 250 Millionen zu nennen. Mammut ist eine international etablierte Outdoor- und Bergsportmarke mit starker Schweizer Identität.

Weiter ist auch die Transaktion zwischen der International Volleyball Federation (FIVB) und CVC nennenswert. Im Jahr 2021 gründeten die Parteien eine gemeinsame kommerzielle Einheit mit dem Namen Volleyball World, in welche CVC rund USD 100 Millionen investierte. Ziel ist die Bündelung und Professionalisierung der globalen Medien-, Vermarktungs- und Eventrechte des Volleyballs. Diese Struktur steht exemplarisch für neue Modelle, bei denen Private Equity nicht in einzelne Clubs, sondern direkt in die kommerzielle Wertschöpfung internationaler Verbände investiert.[26]

Schliesslich sei an dieser Stelle auch die Sportradar Group erwähnt. Sportradar ist ein global tätiges Sporttechnologieunternehmen mit Sitz in St. Gallen, das an der Schnittstelle von Sport, Medien und Sportwetten operiert. Das Un-

---

23 <https://www.allwyn.com/investors-news/kkcg-announces-sale-of-4-27-stake-in-allwyn>.

24 <https://www.kkapartners.com/blackroll-en>.

25 <https://www.lenzstaehelin.com/news-and-insights/browse-deals-and-cases/dealscases-detail/shareholders-sell-a-majority-stake-in-nonstop-gym-to-invision/>.

26 <https://www.cvc.com/media/news>.

ternehmen bietet vor allem B2B-Daten-, Software-, Content- und Technologielösungen für Sportverbände und Sportligen, Medien- und Technologieunternehmen, Consumer-Plattformen sowie Sportwettenanbieter an, um deren Produkte, Reichweite und Fan-Engagement zu stärken. Der schwedische Finanzinvestor EQT, welcher seit 2012 in Sportradar investiert hatte, verkaufte seine Anteile im Jahre 2018 an ein Investorenkonsortium bestehend aus dem Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) und dem US-Investor Technology Crossover Ventures (TCV), zu einer Unternehmensbewertung von rund USD 2.1 Milliarden. Im September 2021 erfolgte der Börsengang von Sportradar an der Nasdaq zu einer Bewertung von fast USD 8 Milliarden, anlässlich welchem die Gesellschaft USD 513 Millionen an neuem Kapital aufgenommen hatte.

bb) Investments in Schweizer Sportteams und Sportarten

Neben den oben genannten Investitionen im breiten Sportbereich lassen sich bei einzelnen Sportarten und Organisationen Strukturen erkennen, die zunehmend professioneller werden und punktuell auch für finanzielle Investoren oder investorenähnliche Akteure geöffnet sind. Die Entwicklung verläuft dabei weniger entlang klassischer Buyout-Strukturen, sondern eher über strategische Beteiligungen, internationale Eigentümermodelle und langfristig orientierte Kapitalgeber.

Im Schweizer Fussball lassen sich mehrere Beispiele für solche Beteiligungsmodelle identifizieren. Der Grasshopper Club Zürich befindet sich mehrheitlich im Eigentum vom Los Angeles FC, einem Franchise der nordamerikanischen Major League Soccer. Diese Struktur verdeutlicht die zunehmende internationale Vernetzung von Clubs und den strategischen Einsatz von Multi-Club-Modellen, etwa zur Spielerentwicklung, Vermarktung und globalen Markenpositionierung. Ein ähnlicher Ansatz zeigt sich beim FC Lugano, der von Joe Mansueto gehalten wird, der zugleich Anteile am Chicago Fire FC besitzt. Auch hier steht wohl weniger ein kurzfristiger finanzieller Return im Vordergrund, sondern die Nutzung von Synergien innerhalb eines internationalen Club-Portfolios.[27] Demgegenüber wird der FC Basel über die FC Basel Holding von David Degen und weiteren lokalen Investoren kontrolliert.[28] Dieses Modell steht exemplarisch für eine weiterhin stark regionale Verankerung, kombiniert mit einer zunehmenden Professionalisierung der Führungs- und Eigentümerstrukturen. Beim FC Thun zeigt sich eine andere Ausprägung: Die strategische Zusammenarbeit mit der chinesischen Pacific Media Group verdeutlicht das

27 <https://www.chicagofirefc.com/news>.
28 <https://www.fcb.ch/pages/news>.

Interesse internationaler Akteure an europäischen Clubs als Plattform für Marktzugang, Medienpräsenz und Talententwicklung, ohne dass zwingend eine vollständige Eigentumsübernahme erfolgt.[29] Der FC Lausanne-Sport wiederum war zeitweise im Eigentum der britischen INEOS Group, die auch Beteiligungen an internationalen Spitzenclubs (wie Manchester United oder OSG Nice), am professionellen Rad Team Ineos Grenadiers und am Mercedes-AMG F1 Team hält.[30] Dieses Engagement unterstreicht die Rolle von Sportclubs als Bestandteil breiterer industrieller oder markenstrategischer Überlegungen globaler Konzerne.

Im Schweizer Eishockey hingegen dominieren nach wie vor eher lokale oder nationale Unternehmer und private Finanzgeber. Die Finanzierung der Clubs erfolgt häufig durch vermögende Einzelpersonen oder Stiftungen, etwa durch bekannte Unternehmerfamilien oder institutionelle Förderer. Klassische Private Equity Strukturen sind in diesem Segment bislang kaum anzutreffen, was unter anderem wohl auf die begrenzte internationale Skalierbarkeit und die starke regionale Verankerung der Clubs zurückzuführen sein dürfte.[31]

In anderen Sportarten zeigt sich ein noch stärker fragmentiertes Bild. Im Radsport fungieren professionelle Teams häufig primär als Marketing- und Sponsoringvehikel für Unternehmen, wobei finanzielle Renditeüberlegungen meist in den Hintergrund treten. Im Tennis konzentrieren sich Investitionen vor allem auf Management-, Vermarktungs- und Agenturstrukturen, die Athleten betreuen und kommerzielle Rechte bündeln, wie das Beispiel von GSG oben unter II.4.a)cc) zeigt. Mannschaftssportarten wie Handball oder Volleyball werden in der Schweiz überwiegend durch nationale oder regionale Sponsoren, Mäzene oder öffentliche Unterstützung getragen und weisen bislang nur begrenzte Anknüpfungspunkte für institutionelle Finanzinvestoren auf.

Insgesamt verdeutlichen die genannten Beispiele, dass Private Equity Investitionen im Schweizer Sport, insbesondere in professionelle Schweizer Sportteams, bislang eher die Ausnahme als die Regel darstellen. Gleichwohl zeigen insbesondere internationale Eigentümermodelle und strategische Partnerschaften, dass sich der Markt schrittweise öffnet und entwickelt. Mit zunehmender Professionalisierung, wachsender Internationalisierung und steigender Bedeutung von Medien- und Vermarktungsrechten könnten künftig auch in der Schweiz vermehrt investorengetriebene Strukturen entstehen.

---

29 <https://www.srf.ch/sport>.

30 <https://www.ineos.com/news>.

31 Bayle et al., 15.

Nachfolgend soll nun unter III. und IV. auf die in den nordamerikanischen Profiligen spezifischen Regeln und kürzlich eingeführten Reformen betreffend Zulässigkeit von Finanzinvestoren eingegangen werden, um deren Einfluss auf die Attraktivität und Häufigkeit von Private Equity Investments im entsprechenden Markt feststellen zu können und mit dem schweizerischen Markt zu vergleichen.

III. Private Equity Investments im nordamerikanischen Sport

1. Übersicht

Der Eintritt von Private Equity in den nordamerikanischen Profisport markiert einen Paradigmenwechsel. Über Jahrzehnte hinweg galten die grossen Major Leagues als exklusive Zirkel vermögender Einzelpersonen, um die zentrale Kontrolle und sportliche Integrität zu wahren. Getrieben durch exponentiell steigende Franchise-Bewertungen, hohen Kapitalbedarf für Infrastruktur und den Wunsch bestehender Eigentümer nach Liquidität, haben in den vergangenen Jahren jedoch sämtliche Ligen ihre restriktiven Regularien reformiert und den Zugang für institutionelles Kapital schrittweise geöffnet.

Die ausserordentliche Attraktivität dieser Anlageklasse für Finanzinvestoren resultiert dabei primär aus dem spezifischen Organisationsmodell des US-Sports. Im Kontrast zum europäischen System mit Auf- und Abstiegsrisiken und unregulierten Transfermärkten operieren die nordamerikanischen Ligen als geschlossene, hochprofitable Ökosysteme. Instrumente wie das Draft-System, strikte Gehaltsobergrenzen (Salary Caps) und weitreichende kollektive Arbeitsverträge dämmen finanzielle Risiken massiv ein und garantieren planbare Cashflows. Das vorliegende Kapitel beleuchtet zunächst die konkreten Zulassungsreformen der einzelnen Ligen und analysiert anschliessend die wirtschaftlichen und rechtlichen Kernmechanismen, die dieses einmalige Investitionsumfeld ermöglichen.

2. Reformen

Private Equity Investitionen sind im Kontext der grossen nordamerikanischen Profiligen ein vergleichsweise junges Phänomen. Über Jahrzehnte hinweg waren die Eigentümerstrukturen der Major Leagues bewusst restriktiv ausgestaltet und auf natürliche Personen ausgerichtet, um die Kontrolle über sportliche Integrität, Governance und Wettbewerbsbalance zu sichern. Erst in den letz-

ten Jahren haben die MLB, NBA, NHL und zuletzt auch die NFL ihre Regularien schrittweise angepasst und institutionellen Finanzinvestoren den Zugang ermöglicht – allerdings unter klar definierten, ligaspezifischen Rahmenbedingungen.

Den Anfang machte die MLB, die bereits im Jahr 2019 Private Equity Investitionen zuliess. Seither dürfen Finanzinvestoren bis zu 30% an einem MLB-Team halten, wobei der Anteil eines einzelnen Private Equity Fonds auf maximal 15% begrenzt ist. Jede Beteiligung bedarf der Zustimmung der Liga, was der MLB eine zentrale Kontrollfunktion über neue Eigentümerstrukturen sichert. Bemerkenswert ist, dass es für Private Equity Fonds keine formale Beschränkung hinsichtlich der Anzahl von MLB-Teams gibt, an denen sie sich beteiligen dürfen. Zudem sieht das MLB-Regelwerk vergleichsweise flexible Haltefristen von etwa drei bis fünf Jahren vor, was die MLB im Vergleich zu anderen Ligen für Finanzinvestoren besonders attraktiv macht.[32]

Die NBA öffnete sich im Jahr 2021 für institutionelle Investoren, einschliesslich Private Equity. Auch hier ist eine Beteiligung von bis zu 30% an einem NBA-Team zulässig, während der Anteil eines einzelnen Fonds auf 20% begrenzt bleibt. Ursprünglich durfte ein Fonds an maximal fünf NBA-Teams beteiligt sein; diese Obergrenze wurde im Dezember 2025 auf acht Teams angehoben, was auf den gestiegenen Kapitalbedarf der Franchises und die positive Erfahrung der Liga mit Finanzinvestoren zurückzuführen ist. Die Rolle von Private Equity ist dabei grundsätzlich passiv ausgestaltet, operative Kontrolle oder Einfluss auf sportliche Entscheidungen sind ausgeschlossen. Üblicherweise gelten Haltefristen von rund fünf Jahren.[33]

Ein vergleichbares Modell wie die NBA verfolgt die NHL, die ebenfalls seit 2021 Private Equity Investments erlaubt. Auch hier liegt die zulässige Gesamtbeteiligung institutioneller Investoren an einem NHL-Team bei 30%, mit einer Obergrenze von 20% pro Fonds. Ein einzelner Private Equity Fonds darf sich an bis zu fünf NHL-Teams beteiligen. Jede Akquisition unterliegt der Zustimmung der Liga, und die Investoren nehmen grundsätzlich eine passive Rolle ein. Die Haltefrist beträgt in der Regel ebenfalls rund fünf Jahre und ist Ausdruck des Bestrebens der Liga, kurzfristige spekulative Engagements möglichst zu vermeiden.[34]

Am restriktivsten zeigt sich bislang die NFL, die Private Equity Investitionen erst im Jahr 2024 zugelassen hat. Hier dürfen Finanzinvestoren maximal 10%

32 Vgl. Boe et al., o.S.
33 Barlow et al., 1.
34 Smith, o.S.

an einem Team halten, wobei eine Mindestbeteiligung von 3% pro Fonds vorgeschrieben ist. Die Beteiligung ist zudem mit längeren Haltefristen von sechs Jahren, zusätzlichen Gebühren zugunsten der Liga sowie vorgeschriebenen Gewinnbeteiligungsmechaniken verbunden. Wie in den anderen Ligen bedarf jede Transaktion der Zustimmung der NFL. Zentrales Strukturprinzip bleibt, dass der kontrollierende Eigentümer zwingend eine natürliche Person sein muss, sodass Private Equity Fonds keinen beherrschenden Einfluss ausüben können. Ein einzelner Fonds darf sich an bis zu sechs NFL-Teams beteiligen.[35]

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass zurzeit in der MLB und der NBA bei rund 30% der Sport Teams Private Equity Investoren beteiligt sind, während dies in der NHL bei rund 20% und in der NFL bei lediglich rund 10% der Fall ist.

3. Spezielle Regeln im nordamerikanischen Profi-Sport im Vergleich zum Schweizer respektive Europäischen Sport

Die oben genannten Reformen verdeutlichen einen erkennbaren Paradigmenwechsel im US-amerikanischen Profisport. Die Ligen öffnen sich gezielt für institutionelles Kapital, um steigende Bewertungen, Infrastrukturinvestitionen und Liquiditätsbedürfnisse bestehender Eigentümer zu adressieren, ohne dabei die traditionelle Eigentümerstruktur und die zentrale Governance aus der Hand zu geben. Um die Investitionslogik dieser Ligen vollständig zu verstehen, ist es jedoch erforderlich, nicht nur die Eigentümerregeln, sondern auch die wettbewerbsökonomischen Kernmechanismen der Ligaorganisation näher zu betrachten. Zentrale Elemente dabei sind das Draft-System, der Salary Cap, das (geschlossene) Ligasystem und verschiedene Aspekte des Vertrags- und Arbeitsrechts.

a) Draft-System

Das Draft-System prägt massgeblich die Wirtschafts- und Wettbewerbsstruktur der grossen Ligen wie NFL, NBA, MLB, NHL oder MLS. Ein Draft ist ein einmal jährlich stattfindendes Auswahlverfahren, durch das die Clubs die Rechte an Spielern, etwa aus College- oder Amateurbereichen, in festgelegter Reihenfolge erwerben.[36] Wird ein Spieler von einem Team ausgewählt, erhält dieses Team das exklusive Recht, mit dem Spieler einen Vertrag abzuschliessen; an-

35 Rigby et al., o.S.
36 Johnston et al., 4.

dere Clubs dürfen in der Regel nicht um den Spieler werben.[37] Dabei erhalten Teams mit schlechteren Saisonplatzierungen systematisch frühere Draft-Positionen, um langfristige Dominanz finanzstarker Franchises zu verhindern, wobei in vielen Ligen, wie der NBA oder der NHL, zusätzlich eine Draft-Lotterie eingesetzt wird, um Manipulationen wie gezieltes Verlieren (Tanking) zu vermeiden und die Chancengleichheit weiter zu erhöhen.[38] Somit dient der Draft vor allem der Sicherung der Wettbewerbsbalance und erhöht damit auch die Prognostizierbarkeit von Zuschauerzahlen, Medienrechten und Merchandising-Einnahmen, was langfristig Cashflows für Investoren planbarer macht. Weiter reduziert die Zuteilung von Talenten über Draft-Mechanismen die Notwendigkeit hoher Transferausgaben und schafft eine planbarere Kostenstruktur bei der Talentakquisition.

Wenn man diese verschiedenen Ligen systematisch zusammenfasst, ergeben sich im Kern fünf Draft-Typen. Erstens der reine Reverse-Order-Draft, bei dem die schlechtesten Teams zuerst wählen (wie in der NFL und teilweise in der MLS); zweitens der Lottery-Draft der NBA, NHL und MLB, bei dem zumindest die Spitzenauswahl ausgelost wird, um sogenanntes Tanking zu erschweren; drittens der Hybrid-Draft mit Zusatzmechanismen, etwa den NFL-Compensatory-Picks (welche zusätzliche Auswahlrechte für Teams sind, die eine grössere Anzahl an sogenannten Free-Agents an andere Teams verloren haben) oder die MLB-Competitive-Balance- und Steuerregeln (welche Umsatzbeteiligungen, Luxussteuern und Draft-Anreize vorsehen); viertens der Expansion Draft (zum Beispiel in der NHL und MLS), bei dem neue Franchises aus den ungeschützten Spielern der bestehenden Teams auswählen dürfen; und fünftens Sonderdrafts zur Umverteilung gewisser bestehender Profi- oder Organisationsrechte.

Im Vergleich zu europäischen Ligasystemen zeigt sich ein deutlicher Unterschied. In Europa sind Spielerverträge überwiegend frei verhandelbar und Transfers zwischen Clubs marktgetrieben, wodurch finanzstarke Vereine regelmässig Dominanz erlangen und erhalten können.[39] Dies führt für die meisten Clubs zu volatileren Einnahmen und erschwert die langfristige Planung. Im nordamerikanischen Modell hingegen sorgt das Draft-System für planbarere Einnahmeströme und begrenzte Kostenrisiken, was insbesondere für Private Equity Investoren von hoher Relevanz ist. Während europäische Ligen kurzfristig höhere Transfergewinne ermöglichen, bieten nordamerikanische Ligen

37 Johnston et al., 5.
38 Heermann, 197; Johnston et al., 5.
39 Franck, 2.

ein stabileres und kalkulierbareres Umfeld, das langfristige Investitionsstrategien begünstigen kann.

b) Salary Cap

Die Stabilität und Planbarkeit, die das Draft-System für Investoren bietet, werden durch den Salary Cap zusätzlich verstärkt. Während der Draft vor allem die gerechte Zuteilung von Talenten gewährleisten soll, reguliert der Salary Cap die finanzielle Wettbewerbsfähigkeit der Teams, indem eine Obergrenze für die Gesamtausgaben eines Teams für Spielergehälter in einer Saison festgelegt wird.[40] Diese Grenze wird entweder als feste Summe (Hard Cap) oder als flexible Obergrenze (Soft Cap) ausgestaltet, wobei Letztere bestimmte Ausnahmen, wie zum Beispiel für Vertragsverlängerungen eigener Spieler oder in Bezug auf einzelne Spieler oder gewisse Lohnbestandteile, erlaubt.[41] Zudem wird zwischen absoluten und relativen Salary Caps unterschieden. Bei einem absoluten Salary Cap gilt die Begrenzung der kumulierten Löhne eines Kaders für alle am Wettbewerb teilnehmenden Clubs gleichermassen, während – im Gegensatz dazu – relative Salary Caps individuelle Summen, welche sich beispielsweise an den Jahresumsätzen der jeweiligen Clubs orientieren, vorsehen, die ein Ligamitglied für seine Spielgehälter aufwenden darf.[42] Durch solche Salary Caps wird verhindert, dass finanzstarke Franchises durch unkontrollierte Ausgaben einen unverhältnismässigen Vorteil gegenüber kleineren Clubs erlangen.[43]

Für Private Equity Investoren hat das Salary Cap-System unmittelbare wirtschaftliche Relevanz. Erstens erhöht es die Planbarkeit der Personalkosten, da Teams ihre Gehälter innerhalb festgelegter Grenzen budgetieren müssen. Zweitens stabilisiert es die Wettbewerbsbalance, wodurch der sportliche Erfolg eines Teams weniger stark von kurzfristig verfügbaren finanziellen Ressourcen abhängt. Diese Vorhersagbarkeit reduziert operationelle Risiken und macht Sportfranchises als langfristige Kapitalanlagen attraktiver. Drittens wirkt der Salary Cap zusammen mit Draft-Mechanismen und Revenue-

---

40 Heermann, 197, 200.

41 So z.B. die sogenannte Designated Player Rule der Major Soccer League, welche es Clubs erlaubt, bis zu drei Spieler zu verpflichten, deren Gesamtvergütung die maximale Gehaltsbudgetgrenze übersteigt, womit u. a. die Verpflichtung altgedienter Stars von hoher Strahlkraft ermöglicht wurde, vgl. <https://www.mlssoccer.com/about/roster-rules-and-regulations>.

42 Gutachten des Deutschen Bundestags, Unterabteilung Europa, Fachbereich Europa, Vereinbarkeit der Einführung von Gehaltsobergrenzen im europäischen Profifussball mit dem Unionsrecht vom 24. Juli 2020, 5 m. w. H., <www.bundestag.de/resource/blob/707916/df542d2244ccca08269bea3775ac79e1/PE-6-060-20-pdf-data.pdf>.

43 De Spirito, 82; Fort/Quirk, 1265; Pradhan/Leshchinskii, 1; Krautmann/Solow, 160 f.

Sharing-Strukturen stabilisierend auf die Einnahmeströme aus Ticketverkauf, Medienrechten und Sponsoring, was die Finanzierbarkeit von Investitionen durch Private Equity Fonds weiter erhöht.

Im Vergleich zu europäischen Ligasystemen, insbesondere im Fussball, zeigt sich ein deutlicher Unterschied: Europäische Clubs unterliegen selten einer strikten Gehaltsobergrenze.[44] Stattdessen regulieren Marktkräfte und Finanzkontrollmechanismen, wie die UEFA Financial Fair Play Regeln, die Ausgaben der Clubs.[45] Dies führt häufig zu erheblichen Schwankungen bei Transfer- und Gehaltskosten und erschwert die langfristige Planbarkeit von Investitionen.

c) Geschlossenes Ligasystem

Die nordamerikanischen Profisportligen folgen einem franchisebasierten Ligasystem, das sich grundlegend von den europäischen Ligen mit Auf- und Abstieg unterscheidet. Die Liga stellt einen gesellschaftsrechtlichen Zusammenschluss der Clubs (Joint Venture) dar, die ihrerseits als Kapitalgesellschaften betrieben werden.[46] In diesem Modell sind Teams feste Mitglieder einer Liga, ohne dass ein sportlicher Abstieg in eine niedrigere Spielklasse droht.[47] An dessen Stelle tritt neben einer Erhöhung der Anzahl der Ligamitglieder die Möglichkeit einer Umsiedlung von Ligamitgliedern.[48] Diese Umsiedlung ist vorrangig wirtschaftlicher Natur, erfolgt also an einen Standort, der höhere Profite verspricht.[49] Eine solche Struktur erzeugt Investitionssicherheit, da der Wert eines Franchises nicht abrupt durch sportliche Misserfolge verloren gehen kann. Jedes Team verfügt über exklusive Marktrechte in seiner Region, was die Einnahmequellen aus Ticketverkäufen, Sponsoring und Merchandising stabilisiert.[50] Darüber hinaus sorgt die ligainterne Revenue-Sharing-Politik dafür, dass Einnahmen aus Medienrechten, Merchandising und Ticketverkauf zumindest teilweise zwischen den Teams verteilt werden.[51]

Für Private Equity Investoren sind diese Eigenschaften besonders relevant. Das Fehlen eines Auf- und Abstiegssystems reduziert das Risiko plötzlicher Wertverluste und ermöglicht eine langfristige Planung der Kapitalrendite. Gleichzeitig schafft das Franchise-System eindeutige Eigentumsrechte, da die

---

44 Gehaltsobergrenzen sind im europäischen Ligasport bisher nur vereinzelt eingesetzt worden, beispielsweise im Rugby, Basketball oder Eishockey, vgl. Heermann, 203 m.w.H.

45 Franck, 2.

46 Heermann, 195; Nafziger, 108 f.; Gack, 69 f.

47 Heermann, 194; Mitten, Rz. 28 f.; Nafziger, 101 f.; Gack, 71.

48 Noll, 536 f.

49 Heermann, 194.

50 Noll, 538.

51 Heermann, 195, 200; Mitten, Rz. 144 ff.

Liga die Anzahl der Teams begrenzt und den Markteintritt neuer Franchises kontrolliert. Diese künstliche Knappheit steigert die Attraktivität der Vermögenswerte und erhöht den Marktwert der Teams, was für Private Equity Fonds eine attraktive Investitionsgrundlage bildet. In Verbindung mit Draft- und Salary-Cap-Systemen entsteht so ein reguliertes, planbares Investitionsumfeld, das stabile operative und finanzielle Rahmenbedingungen für Kapitalgeber bietet.

Im europäischen und schweizerischen System hingegen dominieren offene Ligen mit Auf- und Abstieg.[52] Clubs agieren meist als Vereinsstrukturen, und ein Standortwechsel ist kaum akzeptiert.[53] Die Wertstabilität von Clubs hängt daher stärker von sportlichem Erfolg ab, wodurch Investitionsrisiken für Private Equity Investoren höher sind.

d) Vertrags- und arbeitsrechtliche Aspekte

Die oben erläuterten Draft- und Salary Cap-Systeme sowie die geschlossenen Ligen sind arbeits- und wettbewerbsrechtlich stark reguliert. Spieler werden in ihrer Wahl- und Bewegungsfreiheit beschränkt, wodurch diese aus kartellrechtlicher Perspektive zunächst als wettbewerbswidrig erscheinen könnten.[54] Die Beziehungen zwischen Teams und Spielern werden durch individuelle Arbeitsverträge geregelt, die durch kollektive Arbeitsverträge, die sogenannten Collective Bargaining Agreements (CBAs), zwischen Ligen und Spielerverbänden ergänzt und standardisiert werden.[55] CBAs regeln die Draft-Rechte, Salary Caps, Mindestgehälter, Vertragslaufzeiten und Handelsrechte.[56] Auf diese Weise verbinden Profisportverträge klassische arbeitsrechtliche Schutzmechanismen mit branchenspezifischen wirtschaftlichen Anreizen. Diese individuellen Vereinbarungen stehen jedoch nicht isoliert, sondern unterliegen den ligaweiten Restriktionen des Draft-Systems, der Salary Caps und anderer Wettbewerbsregeln. Diese Regimes wirken wie kollektive Beschränkungen auf die Vertragsfreiheit der Akteure, indem sie die Verfügbarkeit von Arbeitskräften und die Höhe der Vergütung systematisch begrenzen.[57] Aus rechtlicher Sicht sind diese Vereinbarungen entscheidend, da sie die Rechtmässigkeit von Markt- und Wettbewerbsrestriktionen im US-amerikanischen Kontext sicherstellen.[58] Ohne die kollektive Zustimmung der Spieler könnten

52 Heermann, 194.
53 Heermann, 192.
54 Fort/Quirk, 1265; Davis, o.S.; McCormick, 41.
55 Heermann, 196 f.; Gack, 149 ff. m.w.H.
56 Heermann, 203; Davis, o.S.; Gack, 149 ff. m.w.H.
57 Ohanesian, 202.
58 Ohanesian, 203.

Draft-Systeme, Salary Caps oder Handelsbeschränkungen kartell- und arbeitsrechtlich anfechtbar sein.[59] Durch die CBAs werden jedoch die genannten Beschränkungen arbeitsrechtlich legitimiert, wodurch sowohl die Spieler als auch die Teams klare und vorhersehbare Rahmenbedingungen haben.[60] US-Gerichte erkennen zudem an, dass Ligen als Single-Entity oder durch solche kollektiven Vereinbarungen handeln dürfen, ohne automatisch gegen Kartellgesetze wie den Sherman Act oder den Clayton Act zu verstossen.[61] Fälle wie *Brown v. Pro Football, Inc.* zeigen, dass derartige Restriktionen erlaubt sind, solange sie fair, transparent und kollektiv vereinbart wurden.[62] Solche Kollektivvereinbarungen sind in Europa selten und Verträge werden einzelfallbasiert gestaltet.

Ein weiteres prägendes Element des nordamerikanischen Sportarbeitsrechts ist die Rolle der Spielergewerkschaften. Organisationen wie die National Football League Players Association (NFLPA), National Basketball Players Association (NBPA) oder National Hockey League Players Association (NHLPA) bündeln die Verhandlungsmacht der Spieler und treten als zentrale Verhandlungspartner gegenüber den Ligaverbänden auf.[63] Sie gewährleisten, dass die CBAs den arbeitsrechtlichen Anforderungen genügen und Löhne, Arbeitszeiten und Arbeitsbedingungen regeln. Scheitern solche Verhandlungen, können Arbeitskämpfe wie Streiks oder Lockouts die Spielzeiten unterbrechen, was direkte wirtschaftliche Auswirkungen auf die Clubs beziehungsweise Franchises und ihre Investoren hat.[64]

Für Private Equity Investoren sind diese kollektiven Vereinbarungen von zentraler Bedeutung. Sie gewährleisten, dass die operativen Risiken begrenzt sind, da die Liga Regeln für Spielerverträge, Gehälter und Vertragslaufzeiten vorgibt. Gleichzeitig wird die Verlässlichkeit der Einnahmenplanung gestärkt, da Teams nicht durch unvorhersehbare Spielerabgänge oder Gehaltsexplosionen destabilisiert werden können. In Kombination mit dem Draft-System, dem Salary Cap und dem Franchise-Modell entsteht so ein stabiler, vorhersehbarer Markt, der die Attraktivität nordamerikanischer Sportfranchises für langfristige Private Equity Investitionen erheblich erhöht.

---

59 Maxcy, 174.

60 Heermann, 203.

61 Radovich v. National Football League (1957); Flood v. Kuhn (1972); Brown v. Pro Football, Inc. (1996); Ohanesian, 196 ff.; Davis, o.S.; McCormick, 40.

62 Brown v. Pro Football, Inc. (1996).

63 Ohanesian, 205.

64 Feldman, 210 f.

IV. Private Equity Investments im Schweizer Sport

1. Übersicht

Während die rechtlichen Rahmenbedingungen im nordamerikanischen Profisport durch kollektive Vereinbarungen, gewerkschaftlich abgesicherte Spielerrechte und explizite arbeitsrechtliche Ausnahmen eine klare Struktur für Private Equity Investitionen schaffen, gestaltet sich die Situation in der Schweiz (und in Europa) differenzierter. Anders als in den USA existiert hier keine vergleichbare arbeitsrechtliche Sonderregelung, die ligaweite Beschränkungen des Arbeitsmarktes automatisch legitimiert. Vielmehr unterliegt jede Regelung, die in die Vertragsfreiheit, die berufliche Mobilität oder die Vergütungsstrukturen von Sportlerinnen und Sportlern eingreift, sowohl den allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen als auch den spezifischen kartellrechtlichen Vorgaben der Schweiz.

Vor diesem Hintergrund sind Mechanismen wie Salary Caps, Draft-Systeme oder geschlossene Ligen im Schweizer Sport auf ihre rechtliche Zulässigkeit zu überprüfen. Während in Nordamerika solche Strukturen weitgehend durch CBAs legitimiert und durch die Ligaorganisation institutionell verankert werden, prüft das schweizerische Recht vergleichbare Massnahmen streng nach den Kriterien der Verhältnismässigkeit, der sachlichen Rechtfertigung und der Einhaltung wettbewerbsrechtlicher Vorgaben. Die folgende Analyse untersucht die kartell- und zivilrechtlichen Anforderungen in der Schweiz und zeigt auf, unter welchen Bedingungen ein Draft-System oder Salary Cap rechtlich zulässig sein könnte und welche Risiken für Verbände, Clubs und Investoren bestehen.

2. Zulässigkeit der nordamerikanischen Profisport-Regeln in der Schweiz – kartell- und zivilrechtliche Anforderungen

a) Anwendbarkeit des Kartellrechts

aa) Geltungsbereich des Kartellgesetzes

Das Bundesgesetz über Kartelle und andere Wettbewerbsbeschränkungen (KG) gilt gemäss dessen Art. 2 Abs. 1 für Unternehmen des privaten und des öffentlichen Rechts, die Kartell- oder andere Wettbewerbsabreden treffen, Marktmacht ausüben oder sich an Unternehmenszusammenschlüssen beteili-

gen. Als Unternehmen gelten dabei gemäss Art. 2 Abs. 1bis KG sämtliche Nachfrager oder Anbieter von Gütern und Dienstleistungen im Wirtschaftsprozess, unabhängig von ihrer Rechts- oder Organisationsform. Das KG ist gemäss dessen Art. 2 Abs. 2 auf Sachverhalte anwendbar, die sich in der Schweiz auswirken, auch wenn sie im Ausland veranlasst werden (sogenanntes Auswirkungsprinzip).[65]

Sportverbände, Ligen und Clubs gelten als Unternehmen im Sinne des Kartellrechts, wenn sie wirtschaftlich tätig sind (z.B. durch die Vermarktung von Medien- und Marketingrechten, Lizenzierung oder Rechtevergabe), und fallen damit grundsätzlich in den Anwendungsbereich des KG.[66]

bb) Kein Sektorenprivileg im Sportbereich

Eine vom Ständerat angenommene Motion, Salary Cap-Vereinbarungen ausdrücklich im KG zu privilegieren, wurde vom Nationalrat beziehungsweise dessen Wirtschaftskommission im Dezember 2025 abgelehnt, sodass keine spezialgesetzliche Safe-Harbour-Regelung geschaffen wurde.[67] Anders als im US-amerikanischen Recht existiert somit in der Schweiz keine allgemeine Labor Exemption, die kollektiv ausgehandelte Lohn- und Draft-Regime pauschal dem Kartellrecht entzieht; vielmehr können Gesamtarbeitsverträge zwar kartellrechtlich privilegiert sein, doch einseitig von den Clubs beschlossene Salary Caps oder Draft-Regelungen ohne echte Mitwirkung der Spielergewerkschaften bleiben vollumfänglich dem KG unterstellt.

cc) Revision des Kartellgesetzes

An dieser Stelle ist auf die Revision des KG hinzuweisen,[68] welche eine wirkungsbasierte Analyse einführt. Wettbewerbsabreden und der Missbrauch einer marktbeherrschenden Stellung unterliegen künftig einer differenzierten Auswirkungskontrolle. Es müssen neu in jedem Fall nicht nur qualitative Erfahrungswerte, sondern auch quantitative Elemente berücksichtigt werden.

---

65 Vgl. Amstutz/Gohari, Art. 2, BSK KG, Rz. 34 ff. zum Geltungsbereich des KG.

66 Vgl. z.B. RPW 2021/3, 603 ff.; Celli/Brogini, 186 ff. m.w.H.

67 <https://www.parlament.ch/>.

68 Im Zeitpunkt der Publikation dieses Artikels war das Inkrafttreten des revidierten KG noch nicht bekannt (wobei dieses frühestens per Januar 2027 erwartet wird).

b) Beurteilung unter dem Kartellgesetz

aa) Wettbewerbsabrede i.S.v. Art. 4 Abs. 1 KG

Als Wettbewerbsabreden im Sinne von Art. 4 Abs. 1 KG gelten rechtlich erzwingbare oder nicht erzwingbare Vereinbarungen sowie aufeinander abgestimmte Verhaltensweisen von Unternehmen gleicher oder verschiedener Marktstufen, die eine Wettbewerbsbeschränkung bezwecken oder bewirken, wobei sich eine solche daher durch folgende Tatbestandselemente definiert: (a) ein bewusstes und gewolltes Zusammenwirken der an der Abrede beteiligten Unternehmen, (b) die Abrede bezweckt oder bewirkt eine Wettbewerbsbeschränkung, und (c) die an der Abrede beteiligten Unternehmen sind auf gleicher oder auf verschiedenen Marktstufen tätig.

Auch wenn vorliegend nicht ein ausgearbeitetes Salary Cap-System zu beurteilen ist, kann an dieser Stelle festgehalten werden, dass die Einführung von Gehaltsobergrenzen grundsätzlich einen Eingriff in den freien Wettbewerb zwischen den einzelnen Clubs darstellen würde und somit als Wettbewerbsabrede im Sinne von Art. 4 Abs. 1 KG qualifiziert werden könnte.[69] So können festgelegte Gehaltsobergrenzen unter anderem dazu führen, dass einzelne Clubs nur innerhalb eines bestimmten Grenzwerts frei in ihrer Kaderplanung sind, was mit einer gewissen Einschränkung der finanziellen Selbstbestimmung einhergeht. Beispielsweise können Clubs, welche die zulässige Ausgabenlimite bereits ausgeschöpft haben – je nach Ausgestaltung des jeweiligen Salary Cap-Systems – einen Spieler nicht unter Vertrag nehmen, obwohl sie dies gerne würden. Umgekehrt ermöglichen Gehaltsobergrenzen kollusives Verhalten: Sie erlauben den beteiligten Clubs, ihre Einnahmen zu maximieren und die Spielergehälter (zum Nachteil der Spieler) zu kontrollieren.

bb) Vermutungsbasis: Harte Abrede i.S.v. Art. 5 Abs. 3 KG

Abreden, die den Wettbewerb auf einem Markt für bestimmte Waren oder Leistungen erheblich beeinträchtigen und sich nicht durch Gründe der wirtschaftlichen Effizienz rechtfertigen lassen, sowie Abreden, die zur Beseitigung wirksamen Wettbewerbs führen, sind unzulässig (Art. 5 Abs. 1 KG). Gemäss Art. 5 Abs. 3 KG wird die Beseitigung wirksamen Wettbewerbs bei folgenden Abreden vermutet, sofern sie zwischen Unternehmen getroffen werden, die tatsächlich oder der Möglichkeit nach miteinander im Wettbewerb stehen (sogenannte horizontale harte Kartelle): (a) Abreden über die direkte oder indirekte Festsetzung von Preisen; (b) Abreden über die Einschränkung von Pro-

[69] So etwa auch Gutachten des Deutschen Bundestags vom 24. Juli 2020, 21.

duktions-, Bezugs- oder Liefermengen; oder (c) Abreden über die Aufteilung von Märkten nach Gebieten oder Geschäftspartnern.

cc) Wiederlegung der gesetzlichen Vermutung der Wettbewerbsbeseitigung

Die Vermutung der Beseitigung des wirksamen Wettbewerbs bei harten Kartellen kann durch den Nachweis widerlegt werden, dass trotz der Wettbewerbsabrede noch wirksamer – aktueller und potenzieller – Aussenwettbewerb (Wettbewerb durch nicht an der Abrede beteiligte Unternehmen) oder Innenwettbewerb (Wettbewerb unter den an der Abrede beteiligten Unternehmen) bestehen bleibt.

Im *Gaba*-Urteil hat das Bundesgericht festgehalten, dass die in Art. 5 Abs. 3 und 4 KG aufgeführten besonders schädlichen Abreden grundsätzlich das Kriterium der Erheblichkeit nach Art. 5 Abs. 1 KG erfüllen,[70] dies ohne Bezug auf einen Markt beziehungsweise ungeachtet einer Marktabgrenzung.[71] Entsprechend ist in solchen Fällen direkt zu überprüfen, ob die Abrede im Falle der Bejahung einer harten horizontalen Abrede im Sinne von Art. 5 Abs. 3 Bst. a KG aus Gründen der wirtschaftlichen Effizienz gerechtfertigt werden könnte. Wie bereits erwähnt, wird nach Inkrafttreten des revidierten Kartellgesetzes die durch die *Gaba*-Rechtsprechung aufgestellte Erheblichkeitsfiktion durch eine differenzierte Auswirkungskontrolle ersetzt werden, weshalb zukünftig eine einzelfallbezogene Analyse notwendig sein wird.

dd) Rechtfertigungsgründe gemäss Art. 5 Abs. 2 KG

Wettbewerbsabreden sind gemäss Art. 5 Abs. 2 KG durch Gründe der wirtschaftlichen Effizienz gerechtfertigt, wenn sie (a) notwendig sind, um Herstellungs- oder Vertriebskosten zu senken, Produkte oder Produktionsverfahren zu verbessern, die Forschung oder die Verbreitung von technischem oder beruflichem Wissen zu fördern oder um Ressourcen rationeller zu nutzen, und (b) den beteiligten Unternehmen in keinem Fall Möglichkeiten eröffnen, wirksamen Wettbewerb zu beseitigen.

Damit eine betroffene Abrede – unabhängig vom Typ des Rechtfertigungsgrundes – im Sinne von Art. 5 Abs. 2 KG notwendig ist, muss die Abrede kumulativ drei Bedingungen erfüllen: (1) Sie muss geeignet sein, das Effizienzziel herbeizuführen (Eignung); (2) es darf kein milderes Mittel zur Verfügung stehen, welches zur Zielerreichung geeignet ist, den Wettbewerb aber weniger

---

70 BGE 143 II 297 E. 5.1 ff. S. 313 ff., *Gaba*; bestätigt in BGE 144 II 194 E. 4.3.1 S. 198 f., BMW.

71 BGE 143 II 297 E. 5.5 S. 324 f., *Gaba*.

intensiv beeinträchtigen würde (Erforderlichkeit); und (3) der Wettbewerb darf durch die Abrede im Verhältnis zum angestrebten Effizienzziel nicht übermässig beeinträchtigt sein (Verhältnismässigkeit i.e.S.).

ee) Zwischenfazit

Da vorliegend nicht ein konkretes Salary Cap- oder Draft-System zu beurteilen ist, kann an dieser Stelle lediglich anhand der oben genannten kartellrechtlichen Bestimmungen Folgendes festgehalten werden:

Ein Salary Cap im Schweizer Profisport wirft aus kartellrechtlicher Sicht Fragen auf, weil eine ligaweit vereinbarte Lohnobergrenze grundsätzlich als horizontale Preis- beziehungsweise Lohnabsprache zwischen konkurrierenden Clubs (derselben Liga) qualifiziert werden könnte und damit den Tatbestand der unzulässigen Wettbewerbsabrede nach Art. 5 KG erfüllen könnte. Solche Abreden gelten namentlich dann als besonders heikel, wenn sie den Preis des Produktionsfaktors Arbeit betreffen, also die Spielerlöhne, und damit unmittelbar in den Lohnwettbewerb eingreifen.[72] Eine Gehaltsobergrenze ist somit kartellrechtlich *prima facie* problematisch und steht unter der Vermutung einer harten Wettbewerbsbeschränkung nach Art. 5 Abs. 3 lit. a KG. Eine Rechtfertigung ist nur möglich, wenn die strengen Effizienzkriterien von Art. 5 Abs. 2 KG erfüllt sind, die Abrede zur Erreichung legitimer Ziele wie Finanzstabilität oder Competitive Balance geeignet, erforderlich und verhältnismässig ist und wirksamer Wettbewerb weder beseitigt noch übermässig eingeschränkt wird.[73]

Die jüngere Beratungspraxis der WEKO zum Financial Fairplay-Regime in der National League verdeutlicht diese hohen Hürden exemplarisch. In der behördlichen Beurteilung wurde ein in der Eishockey National League ligaweit angedachtes Financial Fairplay-Konzept mit teambezogenen Gehaltsgrenzen und einem Luxury Tax-ähnlichen Umverteilungsmechanismus in einer Beratungsanfrage kartellrechtlich als Wettbewerbsabrede qualifiziert, die als (potentielle) Preisabrede über den Einkauf von Arbeit in den Anwendungsbereich von Art. 5 Abs. 3 lit. a KG fallen könne.[74] Gleichzeitig hielt das Sekretariat der WEKO in seiner Beratung fest, dass es unbestritten sei, dass aus kartellrechtlicher Sicht wettbewerbsbeschränkende Verhaltensweisen, die sich ausschliesslich auf das Arbeitsverhältnis beziehen und insbesondere Gesamtarbeitsverträge, in denen Arbeitgeber- und Arbeitnehmerverbände etwa Mindestlöhne vereinbaren und damit den Lohnwettbewerb beschränken, nicht dem Kartellgesetz unterstehen. Materiell begründet wird diese Ausnahme u.a.

---

72 RPW 2021/3, 607.
73 RPW 2021/3, 605.
74 RPW 2021/3, 608.

mit dem strukturellen Ungleichgewicht im Arbeitsmarkt und den Arbeitnehmern als schwächere Vertragspartei.

Ohne auf die Ausführungen des Sekretariats der WEKO im Detail einzugehen, kann festgehalten werden, dass das Sekretariat das angedachte Modell nicht als von vornherein unzulässig einstufte, aber erhebliche Zweifel an dessen Notwendigkeit und Verhältnismässigkeit äusserte. Zum einen seien weniger eingriffsintensive Alternativen – etwa differenzierte Verteilungsschlüssel für Medienerlöse, relative Caps oder Kapital- und Verschuldungsgrenzen – denkbar; zum anderen seien die Ziele der sportlichen Ausgeglichenheit sowie der finanziellen Stabilität nicht hinreichend belegt worden.[75]

Folglich ist davon auszugehen, dass Lohnobergrenzen in offenen Ligasystemen nur ausnahmsweise gerechtfertigt werden könnten, etwa dann, wenn sie einerseits zur Sicherung der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der Clubs und der Integrität des Wettbewerbs beitragen und andererseits so ausgestaltet sind, dass sie den Arbeitsmarkt der Spieler nicht stärker beschränken als unbedingt erforderlich. Vor diesem Hintergrund wäre auch die Einführung eines Draft- und Salary Cap-Systems im Schweizer Sport möglicherweise nur unter engen Voraussetzungen zulässig. Die Regelung wäre entsprechend nur dann kartellrechtskonform, wenn sie zur Erreichung legitimer sportlicher Ziele – etwa Nachwuchsförderung, ausgeglichener Wettbewerb, Planungssicherheit – geeignet und erforderlich wäre und weniger eingreifende Alternativen nicht zur Verfügung stehen (i.S.v. Art. 5 Abs. 2 KG).

Schliesslich ist auch die Diskussion um geschlossene Ligen vor dem Hintergrund von Art. 5 Abs. 1 und Art. 7 KG zu sehen. Ligastrukturen, die mit exklusiven Teilnahme- und Zugangssperren operieren, könnten als Wettbewerbsabrede oder als Missbrauch einer marktbeherrschenden Stellung (Art. 7 KG) qualifiziert werden, wenn sie Marktzutritte Dritter verhindern oder alternative Wettbewerbsformate unterbinden. Zwar könnten sportbezogene Rechtfertigungsgründe wie Integrität des Wettbewerbs, Planbarkeit des Spielbetriebs oder Competitive Balance berücksichtigt werden, doch verlangt die schweizerische Praxis objektive, transparente und diskriminierungsfreie Zulassungskriterien sowie eine enge Verhältnismässigkeitsprüfung.[76]

c) Beurteilung unter zivilrechtlichen Gesichtspunkten

Parallel zum Kartellrecht sind die zivilrechtlichen Schranken des Persönlichkeitsschutzes und des Arbeitsrechts zu beachten. Es gilt die Vertragsfreiheit,

---

75 RPW 2021/3, 611, 613.

76 Amstutz/Carron, Art. 7, BSK KG, Rz. 170 ff.

wobei Verträge zwingendes Recht nicht verletzen, nicht gegen die guten Sitten oder die Persönlichkeit verstossen dürfen. Ansonsten droht die (Teil-)Nichtigkeit von Verträgen (Art. 20 OR). Auch die zivilrechtlichen Persönlichkeitsrechte gemäss Art. 27 ZGB, die in Art. 328 OR für das Arbeitsverhältnis konkretisiert werden, sind zu beachten. Ein ligaweit verbindliches Draft-Regime strukturiert den Arbeitsmarkt der Spieler horizontal, weist bestimmten Clubs exklusive Verhandlungsrechte zu und beschränkt damit die Club- und Vertragswahl, gerade von Nachwuchsspielern, erheblich. Dies stellt einen Eingriff in die freie Berufswahl und wirtschaftliche Entfaltung der Spieler dar. Solche Mechanismen können aus zivilrechtlicher Sicht als übermässige Knebelung qualifiziert werden, wenn sie ohne angemessene Gegenleistung, ohne klare zeitliche Begrenzung und ohne ausreichende Safeguards (z.B. Mindestlöhne, Rücktrittsrechte, Kompensationsmechanismen) eingesetzt werden.[77]

d) Fazit

Praktisch folgt daraus, dass Salary Cap- und Draft-Mechanismen sowie geschlossene Ligasysteme im Schweizer Sport nur dann zulässig wären, wenn sie auf einer transparenten, kollektiv ausgehandelten Grundlage beruhen, legitime sportliche Strukturziele verfolgen und in Umfang und Dauer klar begrenzt sind. Die Beratung des WEKO-Sekretariats zur National League zeigt, dass Verbände und Ligen neben der kartellrechtlichen Effizienzprüfung auch alternative, mildere Instrumente ernsthaft prüfen und dokumentieren müssen, um die Notwendigkeit eines Eingriffs in den Lohn- und Arbeitsmarkt zu begründen.[78]

Letztlich hat sowohl aus kartellrechtlicher wie auch aus zivilrechtlicher Sicht immer eine Einzelfallbeurteilung zu erfolgen, um die rechtliche Zulässigkeit neuer Regeln (wie einen Salary Cap oder ein Draft-System) oder Liga-Systemen anhand des konkreten, detailliert präsentierten Sachverhalts zu prüfen.

3. Vermarktungsrechte

Neben den kartell- und zivilrechtlichen Einschränkungen ist auch das Vermarktungsrecht – also die rechtliche Kontrolle über die Verwertung von Medien-, Sponsoring- und Merchandisingrechten – ein entscheidender Faktor, da Investoren nur dann planen und die gewünschten Renditen erzielen können,

---

77 Reitze, Art. 27, BSK ZGB I, Rz. 14; BGE 102 II 211; Entscheid des Kantonsgerichts Wallis, RVJ 1991, 346 ff.

78 RPW 2021/3, 605, 613.

wenn die Nutzung dieser Rechte rechtlich abgesichert, exklusiv und möglichst störungsfrei durchsetzbar ist.

a) Allgemein

Unter Sportvermarktung wird die wirtschaftliche Verwertung von Rechtspositionen von Sportorganisationen, Athleten oder an Sportveranstaltungen – die Rechteverwertung – verstanden.[79] Vermarktungsrechte umfassen insbesondere Medien- und Übertragungsrechte, Sponsoring- und Werberechte, Namensrechte, Hospitality- und Eventrechte, Datenrechte und Persönlichkeitsrechte der Athleten für kommerzielle Zwecke. Diese Rechte sind für Private Equity Fonds besonders attraktiv, da sie oft langfristig vergeben werden, zentral durch Ligen verwaltet werden und eine skalierbare Nutzung erlauben, zum Beispiel durch Streaming oder Social Media und folglich verwertet werden können.[80]

Bei der Vermarktung wird zwischen der Eigen- und Fremdvermarktung unterschieden. Die Verwertung der Rechte bei der Eigenvermarktung erfolgt durch die Sportorganisationen entweder gesamthaft oder teilweise selbst. Der Rechteinhaber schreibt seine Medienrechte direkt an Fernseh- oder Radiosender, Mobilfunkbetreiber oder Betreiber sonstiger medialen Plattformen aus. Internationale sowie grössere nationale Sportverbände und Ligen haben regelmässig eigene Vermarktungsabteilungen. Seit 2007 vergibt die Fédération Internationale de Football Association (FIFA) ihre Medien- und Marketingrechte mehrheitlich durch die interne TV- und Marketing-Division sowie teilweise die Zugangsrechte über die eigene Tochtergesellschaft FIFA Ticketing AG in Zürich selbst.[81]

Bei der Fremdvermarktung werden die Rechte nicht durch den Veranstalter als originärer Rechteinhaber selbst verwertet, sondern die Verwertung erfolgt entweder im Rahmen einer Gesamtvermarktung vollständig oder im Sinne einer Teilvermarktung inhaltlich oder territorial nur teilweise (in der Regel) durch Vermarktungsagenturen.[82] So vergibt die UEFA (Union of European Football Associations) im Fussball die Medien- und Marketingrechte bei den Clubwettbewerben sowie die seit 2014 zentral vermarkteten kommerziellen Rechte der Nationalmannschaftswettbewerbe mehrheitlich an Vermarktungs-

79 Wahrenberger, 147 ff.; Fechner/Arnhold/Brodführer, 162; Hügi, 179.
80 Hügi, 179.
81 Hügi, 180.
82 Hügi, 180; Scherrer/Muresan/Ludwig, 29 f.; Von Appen, 615 f.; Fritzweiler/Pfister/Summerer, 459.

agenturen.[83] Auch im Eishockey hat die International Ice Hockey Federation (IIHF) die Verwertung der Medien- und Marketingrechte an eine Sportvermarktungsagentur delegiert und auch das International Olympic Committee (IOC) lagert die Medienrechte für die Olympischen Spiele regelmässig an Agenturen aus.[84] Im Skisport wiederum wurden in der Vergangenheit die Medienrechte teilweise nicht an eine Agentur vergeben, sondern an ein Medienkonsortium.[85] Dieses Modell wird im FIS-Weltcup jedoch ab der Saison 2026/27 durch eine zentrale Agenturvermarktung abgelöst.[86]

b) Eigentümer des Vermarktungsrechts

Grundsätzlich gilt der Sportveranstalter als Inhaber der Vermarktungsrechte, da er die organisatorische und finanzielle Verantwortung der Sportveranstaltung übernimmt.[87] Die Konstellation bei Sportveranstaltungen erschwert meistens die eindeutige Zuweisung der Veranstaltereigenschaft an einen Einzelnen, weshalb die Form eines Gemeinschaftsveranstalters vorliegt.[88] Dabei treffen die charakteristischen Tätigkeiten auf mehrere natürliche oder juristische Personen zu, die dadurch zu Mitveranstaltern werden. Typischerweise liegt eine solche bei der Durchführung eines internationalen sportlichen Wettbewerbs durch einen lokalen Organisator oder bei Ligawettbewerben im Fussball oder Eishockey, beispielsweise im Auftrag eines Verbands vor.[89] Dabei ist im Einzelfall zu prüfen, wer in welchem Umfang zur Durchführung der Veranstaltung beiträgt und welches Gewicht diesen Tätigkeiten im Hinblick auf die Vermarktungsfähigkeit des Produkts zukommt. Entsprechend erfolgt die Vermarktung entweder gemeinsam durch alle Mitveranstalter oder, häufiger, durch einen einzelnen Mitveranstalter, dem die Vermarktung der Sportveranstaltung körperschaftlich oder vertraglich zusteht (zum Beispiel aufgrund statutarischer Verweisungen).[90]

Beispielsweise wird in der Schweiz die Super League gemeinschaftlich durch den Schweizerischen Fussballverband (SFV), die Swiss Football League als Ab-

---

83 Hügi, 180.

84 Hügi, 181; <https://www.infront.sport/de/news/sportmedienrechte/iihf-verlaengert-medien-und-marketingpartnerschaft-mit-infront>; <https://www.infront.sport/de/news/sportmedienrechte/ioc-und-infront-gehen-exklusive-medienrechte-partnerschaft-ein>.

85 Fritzweiler/Pfister/Summerer, 449 ff.; Hügi, 181.

86 <https://www.infront.sport/de/news/fis-und-infront-schließen-historischen-rahmenvertrag-über-zentrale-medienrechte-am-fis-weltcup>.

87 Hügi, 37.

88 Hügi, 38; Osterwalder, 61.

89 Hügi, 38; Scherrer/Muresan/Ludwig, 319 f.

90 Hügi, 39; Oehninger, 37.

teilung des SFV und die Clubs veranstaltet.[91] Gemäss den Statuten gehören die Erträge aus der Vermarktung von Nationalteams und Wettbewerben zu den Einnahmen des SFV.[92] Die SFL-Clubs treten ihre Rechte im Rahmen der zentralen Vermarktung an die SFL ab.[93] Die SFL wiederum schüttet die Einnahmen aus den Urheberrechten (TV und Marketing) an die 22 Clubs der Super League und der Challenge League aus.[94] In der Swiss Ice Hockey League liegen die Vermarktungsrechte nicht zentral bei der Swiss Ice Hockey Federation (SIHF), sondern bei der 2020 gegründeten National League AG.[95] Die SIHF ist zuständig für die Förderung des Gesamt-Eishockeys und betreibt zentrale Marketing-Aktivitäten für den Verband, jedoch nicht für die Liga.[96] Zwischen der SIHF und der National League AG besteht ein Kooperationsvertrag.[97] Die Vermarktung des Schweizer Handballs (einschliesslich der beiden höchsten Ligen QHL/SPL) ist beim Schweizerischen Handball-Verband (SHV) zentralisiert.[98]

Zusammenfassend liegen bei den grossen Sportarten in der Schweiz (ausgenommen im Eishockey) die Vermarktungsrechte, insbesondere die Übertragungsrechte, zentral bei den Verbänden. Die daraus resultierenden Erträge werden dann an die einzelnen Clubs ausgeschüttet. Folglich verdienen die einzelnen Clubs indirekt an den Übertragungsrechten, obwohl sie nicht selbst Eigentümer dieser sind. Jedoch dürfen sie diese Rechte nicht an Dritte, zum Beispiel an Private Equity Investoren, übertragen. Sponsoring-, Marketing oder Hospitality-Rechte liegen teilweise bei den Clubs selbst. Folglich würde ein Private Equity Fonds über eine Beteiligung am Club von den Einnahmen durch Vermarktungsrechte profitieren. Es ist jedoch zu beachten, dass Einnahmen durch Vermarktungsrechte in der Schweizer Sportlandschaft, beispielsweise verglichen mit dem Markt in den USA, relativ klein sind.

V. Fazit

Der Schweizer Sportmarkt bietet für Private Equity Fonds insgesamt ein attraktives, aber selektiv zugängliches Investitionsumfeld. Rechtliche Eintrittshürden bestehen grundsätzlich keine, und auch auf Ebene der Sportverbände finden sich bislang nur wenige formelle Restriktionen, was den Markteintritt

91 Hügi, 39; Oehninger, 37 ff.; Fritzweiler/Pfister/Summerer, 440 f.
92 Art. 63 der Statuten des SFV.
93 Art. 1 und Art. 29 der Richtlinie des SFL zu Werbung, Marketing und Medien.
94 <https://sfl.ch/de/zentralvermarktung-umsetzung-zentralvermarktung>.
95 Art. 12 der Statuten der National League AG.
96 Art. 2 der Statuten der SIHF.
97 Art. 12 der Statuten der SIHF.
98 Vgl. Art. 19 Abs. 1 der Statuten des SHV i.V.m. Ziff. 4 des Geschäftsreglements des SHV.

institutioneller Investoren eigentlich erleichtern sollte. Gleichzeitig bleibt der Markt im Vergleich zu grossen europäischen Sportnationen deutlich kleiner, weist eine geringere mediale Reichweite auf und ist durch Mehrsprachigkeit sowie eine teilweise fehlende Internationalisierungsperspektive strukturell limitiert.

Unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten sprechen kaufkräftige Konsumenten, treue Fangemeinden und unterentwickelte Kommerzialisierungsstrukturen für Wertschöpfungspotenzial, insbesondere durch die Professionalisierung von Governance, Vermarktung und Infrastruktur. Rechtlich sind die ligaspezifischen Rahmenbedingungen jedoch ambivalent. Im Vergleich zum nordamerikanischen Markt mit einem geschlossenen Ligasystem, Draft- und Salary Cap-Systemen sowie kartell- und arbeitsrechtlichen Ausnahmeregelungen generieren offene Ligasysteme mit Auf- und Abstieg sowie relativ strenge kartell- und arbeitsrechtliche Anforderungen Unsicherheiten durch die sportliche Volatilität. Hinzu kommen praktische Hürden bei Infrastrukturinvestitionen, da lange Baubewilligungsverfahren sowie Einsprache- und Beschwerdemöglichkeiten die Planungssicherheit erheblich beeinträchtigen können.[99]

Dennoch eröffnet der Schweizer Sportmarkt gezielte Chancen in Segmenten mit besonderem Wachstumspotenzial oder in neueren Sportarten, in denen Professionalisierung, Markenaufbau und zentrale Vermarktungsstrukturen erst im Entstehen begriffen sind. Insgesamt zeigt sich damit ein Bild, in dem Private Equity in der Schweiz weder durch starre Regulierungen ausgeschlossen noch durch unbegrenzte Skalierungsmöglichkeiten getragen wird: Entscheidend für erfolgreiche Engagements wird die sorgfältige Strukturierung der Transaktionen, das Verständnis der ligarechtlichen und kartellrechtlichen Rahmenbedingungen sowie die fokussierte Nutzung von Nischen mit überdurchschnittlichem Wachstums- und Professionalisierungspotenzial sein.

Literaturverzeichnis

Amstutz Marc/Carron Blaise, Art. 7, in: Amstutz Marc/Reinert Mani (Hrsg.), Basler Kommentar, Kartellgesetz, 2. A., Basel 2021, Rz. 170 ff.

Amstutz Marc/Gohari Ramin Silvan, Art. 2, in: Amstutz Marc/Reinert Mani (Hrsg.), Basler Kommentar, Kartellgesetz, 2. A., Basel 2021, Rz. 34 ff.

[99] Als negative Beispiele sind die Fussballstadien in Zürich (Hardturm) und Aarau (Stadionprojekt im Torfeld Süd) zu nennen. Als positives Beispiel kann hingegen die Pilatus Arena in Kriens genannt werden, welche im Oktober 2025 eröffnet worden ist.

Bayle Emmanuel/Lang Markus/Moret Orlan, How professional sports clubs exploit a heterogeneous local potential: the case of Swiss professional ice hockey, Sport in Society 2019, 1 ff.

Barlow Neil et al., From Five to Eight: NBA Further Loosens Private Equity Ownership Rules, Clifford Chance, 5. Januar 2026, <https://www.cliffordchance.com/briefings/2026/01/from-five-to-eight-nba-further-loosens-private-equity-ownership.html>.

Boe Randall et al., Institutional Investments in Sports: Fueling Revenue and Valuation Growth, Akin, 30. August 2024, <https://www.akingump.com/en/insights/alerts/institutional-investments-in-sports-fueling-revenue-and-valuation-growth>.

Carpenter Wellington PLLC, Private Equity Invests in World of Sports as Competition Intensifies, lexology, 5. Dezember 2025, <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=1c8c9d49-fc9e-4c07-a43e-18dfacf61bb0#:~:text=Private Equity Invests in World of Sports as Competition Intensifies,-Carpenter Wellington PLLC&text=Private equity firms are competing,viewed as a billionaire toy>.

Celli Alessandro L./Brogini Romina, Die kartellrechtliche Prüfung von Sportregeln – Eine Auslegeordnung der aktuellen Praxis in der Schweiz und der EU, in: Kleiner Jan/Baddeley Margareta/Arter Oliver (Hrsg.), Sportrecht – Band II, Bern 2018, 171 ff.

Clauss Annika/Jäckle Christof/Strehle Emanuel P., § 54 Private Equity: Grundlagen und wirtschaftliche Bedeutung, in: Meyer-Sparenberg Wolfgang/Jächkle Christoph (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, Planung, Gestaltung, Sonderformen, regulatorische Rahmenbedingungen und Streitbeilegung bei Mergers & Acquisitions, 2. A., München/Basel 2022, 1039 ff.

Cusinato Curtis A./Daniel Spencer/Plawiuk Nadia, How Private Equity is Changing the Game for North American Sports and Beyond, Bennett Jones, 13. Dezember 2025, <https://www.bennettjones.com/Insights/Blogs/How-Private-Equity-is-Changing-the-Game-for-North-American-Sports-and-Beyond>.

Davis Timothy, American Needle, Inc. v. NFL: Reflection on its Labor Law Implications, Wake Forest Law Review, 24. Januar 2011.

DeChesare Brian, Sports Private Equity: Bright Spot in a Troubled PE Landscape or an Emerging Bubble, Merger & Inquisitions, o.D., <https://mergersandinquisitions.com/sports-private-equity/>.

Deloitte, Private Equity in Sports Playbook, 2024, <https://www.deloitte.com/nl/en/services/deloitte-private/perspectives/private-equity-in-sports.html>.

De Spirito Lorenzo, Private Equity Investments in the Sports Industry. E1 Series: How the First-Ever Electric Powerboats Championship Can Attract Funds' Interest, Masterarbeit Rom 2021.

Fechner Frank/Arnhold Johannes/Brodführer Michael, Sportrecht, Tübingen 2014.

Feldman Gabe, Collective Bargaining in Professional Sports: The Duel Between Players and Owners and Labor Law and Antitrust Law, in: McCann Michael A. (Hrsg.), The Oxford Handbook of American Sports Law, Oxford 2017, 209 ff.

Fort Rodney/Quirk James, Cross-Subsidization, Incentives, and Outcomes in Professional Team Sports Leagues, Journal of Economic Literature 33/1995, 1265 ff.

Franck Egon, Financial Fair Play in European Club Football – What is it all about?, UZH Business Working Paper Series, Zürich 2014.

Frick Jürg, Private Equity im Schweizer Recht, SSHW 272, Diss. Zürich 2008.

Fritzweiler Jochen/Pfister Bernhard/Summerer Thomas, Praxishandbuch Sportrecht, 3. A., München 2014.

Gack Kathrin, Die kartellrechtliche Überprüfbarkeit vereinsrechtlicher Vorschriften im Sport – Die europäische und amerikanische Situation im Vergleich, Hamburg 2011.

Goodwin, Private Capital in European Sports, 13. November 2025, <https://www.goodwin-law.com/en/insights/newsletters/2025/11/newsletters-privateequity-pif-private-capital-in-european-sports>.

Groner Roger, Private Equity – Recht, Bern 2007.

Heermann Peter W., Fussball-Bundesliga und U.S.-amerikanische Major Leagues – Ein Vergleich aus kartellrechtlicher Perspektive, CaS 2017, 191 ff.

Hügi Thomas, Sportrecht, Bern 2015.

Johnston Kathryn/Farah Lou/Ghuman Harleen/Baker Joseph, To draft or not to draft? A systematic review of North American sports' entry draft, Scandinavian Journal of Medicine & Science in Sports 2022, 4 ff.

Krautmann Anthony C./Solow John L., Salary Caps in a Model of Talent Allocation, in: Quinn Kevin G. (Hrsg.), The Economics of the National Football League, New York 2012, 159 ff.

Maxcy Joel, Economics of the NFL Player Entry Draft System, in: Quinn Kevin G. (Hrsg.), The Economics of the National Football League, New York 2012, 173 ff.

McCormick Robert A., Labor or Antitrust – Let the Players Choose, 4 Jeffrey S. Moorad Sports L.J 1997, 39 ff.

McKinsey & Company, Global Private Markets Report 2026, February 2026, <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/global-private-markets-report/private-equity#/>.

Mitten Matthew J., Sports Law in the United States, Alphen aan den Rijn 2011.

Mulvihill Aaron/Papa Grant, What is behind the growth of private equity in sports?, J.P. Morgan Asset Management, 15. Oktober 2025, <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/market-updates/on-the-minds-of-investors/what-is-behind-the-growth-of-private-equity-in-sports/>.

Nafziger James A. R., European and North American models of sports organization, in: Nafziger James A. R./Ross Stephen F. (Hrsg.), Handbook on International Sports Law, Cheltenham 2011, 35 ff.

Oaklins, Sports industry enjoys winning streak, as private equity doubles its investment in the sector, Spot On, März 2025, <https://www.oaklins.com/uploads/2025/03/Oaklins-Sports-Spot-On-Mar2025-email_web.pdf>.

Oehninger Thomas, Die zentrale Vergabe von Fussball-Übertragungsrechten – Eine kartellrechtliche Analyse unter besonderer Berücksichtigung der Rechtslage in Deutschland, der Europäischen Union und den USA, Diss. Zürich 2002.

Ohanesian Nicholas M., Collective Bargaining and Workforce Protections in Sports, in: McCann Michael A. (Hrsg.), The Oxford Handbook of American Sports Law, Oxford 2017, 195 ff.

Osterwalder Simon, Übertragungsrechte an Sportveranstaltungen, Bern 2004.

Pradhan Sean/Leshchinskii Dima, Violating the salary cap: exploring performance gains in the National Basketball Association, Frontiers in Sports and Active Living Juli 2025, 1 ff.

Reitze Christophe Peter, Art. 27, in: Geiser Thomas/Fountoulakis Christina (Hrsg.), Basler Kommentar, Zivilgesetzbuch I, Art. 1-456 ZGB, 7. A., Basel 2022, Rz. 14.

Reyes Alexander, The Rise of Private Equity in Sports, Citrin Cooperman, 2. Oktober 2025, <https://www.citrincooperman.com/In-Focus-Resource-Center/The-Rise-of-Private-Equity-in-Sports>.

Rigby Stephen et al., The NFL permits investment by Private Equity, Norton Rose Fulbright, 24. September 2024, <https://www.nortonrosefulbright.com/en/inside-sports-law/blog/2024/09/the-nfl-permits-investment-by-private-equity>.

Scherrer Urs/Muresan Remus/Ludwig Kai, Sportrecht – Eine Begriffserläuterung, 3. A., Zürich 2014.

Smith Chris, Private equity investment in sports: a league-by-league breakdown, Sports Business Journal, 11. April 2024, <https://www.sportsbusinessjournal.com/Articles/2024/11/04/finance-private-equity-leagues/>.

Von Appen Jörg, Vermarktungsagenturen, in: Stopper Martin/Lentze Gregor (Hrsg.), Handbuch Fussball-Recht, Rechte – Vermarktung – Organisation, Berlin 2012, 605 ff.

Wahrenberger André, Sponsoringverträge und Sport, in: Oliver Arter (Hrsg.), Sport und Recht, Bern 2005, 147 ff.

Fit für die Zukunft: Die neue SECA VC Model Documentation im Praxis-Check

Margrit Marti

Inhalt

I. Einleitung 144

II. Investment Agreement 145
1. Behandlung von Wandeldarlehen in Finanzierungsrunden 146
a) Wandeldarlehen zur Überbrückung bis zur nächsten Finanzierungsrunde 146
b) Aufnahme der Wandeldarlehen im SECA Investment Agreement 148
aa) Übersicht 148
bb) Rechte und Pflichten der Wandeldarlehensgeber 149
cc) Wandlung in der ordentlichen Kapitalerhöhung 151
c) Wandlung mittels Verrechnung in einer ordentlichen Kapitalerhöhung 151
aa) Beschluss der Generalversammlung 151
bb) Bestand und Verrechenbarkeit der Darlehensforderung 152
cc) Statuten- und Handelsregisterpublizität 153
d) Alternativen zur Verrechnungsliberierung und Statutenpublizität 154
aa) Schaffung von bedingtem Kapital 154
bb) Barliberierung zum Nennwert und Zuschuss der Darlehensforderung 156
2. Zusicherungen der Gesellschaft und der «Compensatory Capital Increase» 157
a) Zusicherungen und Gewährleistung – Wer trägt das Risiko? 157
aa) Zusicherungen der Gesellschaft 158
bb) Zusicherungen der Gründer und des Managements 160
cc) Zusicherungen von bestehenden (passiven) Aktionären 161
dd) Regelung im SECA Investment Agreement 161
ee) Würdigung der verschiedenen Optionen 162
b) «*Compensatory Capital Increase*» 164
aa) Funktionsweise 164
bb) Schranken 165

III. Shareholders Agreement 166
1. Vertraulichkeit und Weitergabe von Informationen durch Mitglieder des Verwaltungsrats 167
a) Einsitz von Investorenvertretern im Verwaltungsrat 167
aa) Mitglieder des Verwaltungsrats 167
bb) Beobachter im Verwaltungsrat («Board Observer») 168
cc) Zugang zu vertraulichen Informationen 169
b) Regelung in der SECA VC Model Documentation 169

c) Aktienrechtliche Prinzipien beim Umgang mit Informationen der Gesellschaft 172
aa) Pflichten des Verwaltungsrats 172
aaa) Geheimhaltungspflicht 172
bbb) Gleichbehandlungspflicht 173
bb) Vertreter von beteiligten juristischen Personen im Verwaltungsrat 174
d) Würdigung der Regelung in der SECA VC Model Documentation 175
2. Exit-Klauseln im Hinblick auf einen Börsengang (IPO) 178
a) Börsengang als Exit-Szenario 178
b) Pflichtwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien 179
c) Vertragliche Mitwirkungspflichten der Aktionäre bei einem Börsengang 181
d) Lock-up Verpflichtung im Besonderen 182
IV. Ausblick 182
Literaturverzeichnis 183

I. Einleitung

Bei Investitionen von Venture Capital-Investoren in Schweizer Startups ist in den letzten zehn Jahren ein rasantes Wachstum zu beobachten. Der Swiss Venture Capital Report 2026 zeigt, dass sich das Investitionsvolumen von rund CHF 1 Milliarde im Jahr 2016 auf rund CHF 3 Milliarden im Jahr 2025 erhöht hat. Beim Höchststand im Jahr 2022 lag das Investitionsvolumen sogar bei ca. CHF 4 Milliarden. Im Zeitraum zwischen 2016 und 2023 sind auch die Anzahl Finanzierungsrunden von rund 150 auf fast 400 angestiegen. Seither ist die Anzahl leicht rückläufig mit 354 Finanzierungsrunden in 2025.[1] Diese Entwicklung geht einher mit der wachsenden Bedeutung der Schweizer Startup-Szene für den Innovationsplatz und Wirtschaftsstandort Schweiz sowie generell das Unternehmertum in der Schweiz.

Die Swiss Private Equity & Corporate Finance Association (SECA) unterstützt und begleitet diese Entwicklung mit ihren Mitgliedern durch die Publikation und das laufende Aufdatieren der sog. SECA Musterverträge bzw. SECA Model Documentation schon seit vielen Jahren.[2] Die erste Ausgabe der SECA VC Model Documentation, d.h. der Musterdokumentation für Eigenkapitalfinanzierungen von Startups, erschien im Jahr 2010 und wurde von einer Arbeitsgruppe bestehend aus Vertretern verschiedener Schweizer Anwaltskanzleien

1 startupticker.ch und SECA, Swiss Venture Capital Report 2026, 7, Luzern Februar 2026, abrufbar unter <https://www.startupticker.ch/en/swiss-venture-capital-report>.

2 Die aktuellen Versionen der SECA Musterverträge sind auf der Website der SECA frei zugänglich und abrufbar unter <https://www.seca.ch/en/our-activities/model-documentation/>.

entwickelt. Der Zweck der SECA Musterdokumentation ist seit Beginn unverändert: Durch die Schaffung eines weit verbreiteten Marktstandards für Venture Capital-Finanzierungen sollen solche Investitionen in der Schweiz vereinfacht und effizient verhandelt werden. Die SECA Musterverträge dienen seit ihrer Erstpublikation vielen Anwältinnen und Anwälten als Einstieg in die Beratung von Startups und Investoren sowie als Grundlage für die dafür erforderlichen Verträge.

Seit der Erstausgabe hat die SECA Arbeitsgruppe diese Musterdokumentation über 15 Jahre in insgesamt fünf Versionen aufdatiert. Parallel haben SECA Mitglieder zwei weitere Musterdokumentationen für Startup-Finanzierungen entwickelt: Zum einen die SECA VC Model Documentation «light», welche für Startup-Investitionen von Business Angels und ähnlichen Investoren im Umfang von CHF 0.5 bis 5 Millionen gedacht ist, und zum anderen die SECA CLA Model Documentation mit Musterdokumenten für ein Wandeldarlehen.

Im Juni 2025 ist die 5. Auflage der SECA VC Model Documentation «large» erschienen, welche die neuste Version der Musterdokumentation für Venture Capital-Finanzierungen in der Frühphase von Startups ab CHF 5 Millionen umfasst. Die Dokumentation besteht aus einem Term Sheet, dem Investment Agreement, dem Shareholders Agreement sowie den wichtigsten dazugehörigen Dokumenten, d.h. die Statuten, das Organisationsreglement sowie eine einfache Cap Table-Vorlage. Die Autorin ist als Mitglied der Arbeitsgruppe seit der 3. Auflage an der Entwicklung der Musterdokumentation beteiligt und dankt den Mitgliedern der Arbeitsgruppe für die ausgezeichnete und kollegiale Zusammenarbeit.

Die intensiven Diskussionen bei der Vorbereitung der 5. Auflage haben gezeigt, dass es im Rahmen von Startup-Finanzierungen mit Venture Capital-Investoren sowohl auf der kommerziellen Seite als auch der rechtlichen Seite eine grosse Fülle an vielschichtigen Fragen und Herausforderungen gibt. Vor diesem Hintergrund beleuchtet dieser Beitrag ausgewählte Neuerungen im Investment Agreement und Shareholders Agreement im Vergleich zwischen der 4. und 5. Auflage der SECA VC Model Documentation, welche für die Praxis besonders relevant sind.

II. Investment Agreement

Das SECA Investment Agreement regelt die Rechte und Pflichten der Investoren, der Gesellschaft und der bestehenden Aktionäre im Zusammenhang mit

einer Finanzierungsrunde und der dafür erforderlichen Kapitalerhöhung.[3] Gemäss der Konzeption des SECA Investment Agreement sind alle bestehenden Aktionäre auch Partei des Investment Agreement. Bei einer Vielzahl von Aktionären wird das Investment Agreement in der Praxis häufig nur zwischen den Investoren und der Gesellschaft und ggf. ausgewählten Aktionären, welche die für die Investition erforderliche Mehrheit an Aktien vertreten, abgeschlossen. In diesem Fall ist darauf zu achten, dass der Verzicht auf die Bezugsrechte für die vorgesehene Kapitalerhöhung sowie Rechte der Investoren, zu deren Umsetzung ein Generalversammlungsbeschluss oder eine vertragliche Zustimmung von Aktionären erforderlich ist, anderweitig abgesichert sind. Dies kann entweder über eine separate Verpflichtungserklärung der bestehenden Aktionäre oder für zukünftige Handlungen wie der Compensatory Capital Increase[4] über das Shareholders Agreement erfolgen.

1. Behandlung von Wandeldarlehen in Finanzierungsrunden

a) Wandeldarlehen zur Überbrückung bis zur nächsten Finanzierungsrunde

Vor einer Finanzierungsrunde finanzieren sich Startups bei Bedarf regelmässig über Wandeldarlehen. Das Ziel solcher Überbrückungsfinanzierungen ist, die Darlehensforderung in der nächsten Finanzierungsrunde in diejenige Kategorie von Vorzugsaktien zu wandeln, welche den Investoren in dieser neuen Runde ausgegeben wird.

Solche Wandeldarlehen bieten sowohl der Gesellschaft als auch den Darlehensgebern eine Reihe von Vorteilen.[5] Aus Sicht der Gesellschaft handelt es sich um ein flexibles Instrument, um effizient und einfach Geld aufzunehmen, ohne dass eine Kapitalerhöhung oder eine Bewertung zur Preisbestimmung erforderlich ist. Letztere kann durch Ausgestaltung der Klauseln im Darlehensvertrag («*Convertible Loan Agreement*» oder CLA) auf die nächste Finanzierungsrunde und andere Ereignisse verschoben werden.

Die Darlehensgeber sind oft bestehende Aktionäre und manchmal auch neue Investoren, welche interessiert sind, sich in der nächsten Finanzierungsrunde an der Gesellschaft zu beteiligen. Die Konditionen von solchen Wandeldarle-

---

3 Vgl. SECA VC Model Documentation "large", 5th Edition, 2025, Investment Agreement annotated (zit. SECA Investment Agreement), Präambel E, 6.

4 Siehe unten II.2.b).

5 Vgl. auch Gür/Domenig, 240 f.

hen sind so ausgestaltet, dass die Darlehensgeber bei der Wandlung einen Diskont bzw. Rabatt («*discount*») auf dem Ausgabepreis der Aktien in der nächsten Finanzierungsrunde erhalten, allenfalls verknüpft mit einer Obergrenze für die Bewertung («*valuation gap*»).[6] Zudem werden Wandeldarlehen bei Startups häufig auch verzinst. Mit diesen Konditionen sollen die Darlehensgeber für das höhere Risiko einer frühen Investition entschädigt werden.

Diese in der Venture Capital-Praxis gängige Ausgestaltung der Konditionen von Wandeldarlehen widerspiegelt sich auch in den üblichen Klauseln, welche die Auslöser für eine Wandlung der Darlehensforderung in Aktien der Gesellschaft regeln. Entsprechende Klauseln können der SECA CLA *Model Documentation* entnommen werden.[7] Typische Ereignisse für eine Wandlung in diesen Wandeldarlehensverträgen sind wie folgt ausgestaltet:

- Die qualifizierte Finanzierungsrunde («*Qualified Equity Financing Round*») wird definiert als die nächste *bona fide* Kapitalerhöhung, bei welcher neue Aktien der Gesellschaft gegen Bareinlage in einem bestimmten Mindestbetrag an Investoren ausgegeben werden.[8] Eine solche Finanzierungsrunde hat zur Folge, dass die gesamte ausstehende Darlehensforderung (inkl. aufgelaufene Zinsen) gleichzeitig mit der Kapitalerhöhung für die Finanzierungsrunde im Sinne einer Pflichtwandlung in neue Aktien der Gesellschaft gewandelt wird. Die auszugebenden Aktien sollen der höchsten Kategorie von Aktien entsprechen, welche in dieser Kapitalerhöhung ausgegeben wird.[9]
- Eine nicht qualifizierte Finanzierungsrunde («*Non-Qualified Equity Financing Round*») wird demgegenüber beschrieben als eine *bona fide* Kapitalerhöhung, bei welcher neue Aktien der Gesellschaft gegen Bareinlage zwecks Finanzierung der Gesellschaft ausgegeben werden, welche die Voraussetzungen (d.h. den Mindestbetrag) für eine qualifizierte Finanzierungsrunde nicht erfüllt.[10] In einem solchen Fall hat jeder Darlehensgeber bzw. eine Mehrheit der Darlehensgeber das Recht, die Wandlung der ausstehenden Darlehensforderung in neue Aktien der höchsten Kategorie zu verlangen.[11]

---

6 Zum Zusammenspiel zwischen Diskont und Obergrenze, vgl. Gericke/Marti, KISS und SAFE, 82 ff.

7 Die SECA CLA Model Documentation umfasst Term Sheet und Convertible Loan Agreement, jeweils in einer langen und einer kurzen Variante, abrufbar unter <https://www.seca.ch/en/our-activities/model-documentation/convertible-loans-for-swiss-startups/>.

8 SECA CLA Model Documentation, 2nd Edition, 2025, Convertible Loan Agreement (long form) annotated (zit. SECA CLA (long form)), Annex 1, Definition «Qualified Equity Financing Round», 22.

9 SECA CLA (long form), Ziff. 10.1 und Annex 1, Definition «Conversion Shares», 6 und 20 f.

10 SECA CLA (long form), Annex 1, Definition «Non-Qualified Equity Financing Round», 22.

11 SECA CLA (long form), Ziff. 10.2.1 und Annex 1, Definition «Conversion Shares», 6 f. und 20 f.

Die Regelung zur Pflichtwandlung bei einer qualifizierten Finanzierungsrunde bildet auch die Basis für die Neuerungen im SECA Investment Agreement, welche nachfolgend erläutert werden.

b) Aufnahme der Wandeldarlehen im SECA Investment Agreement

aa) Übersicht

Die Aufnahme der Wandlung von ausstehenden Wandeldarlehen im SECA Investment Agreement zeigt sich bereits bei der Auflistung der Parteien auf der ersten Seite des Vertrags. Die Wandeldarlehensgeber («*Convertible Loan Investors*») sind neu auch Partei des Investment Agreement.[12] Der Einbezug der Wandeldarlehen sowie deren Wandlung im Rahmen der ordentlichen Kapitalerhöhung hat mehrere Anpassungen über den ganzen Mustervertrag hinweg zur Folge. Diese sind als Option in eckigen Klammern ausgestaltet, damit diese Passagen einfach gelöscht werden können, falls die betreffende Gesellschaft keine Wandeldarlehen ausstehend hat, welche in der Finanzierungsrunde gewandelt werden.

Zusätzlich sieht das SECA Investment Agreement neu vor, dass im sog. «*Cap Table*», d.h. der Darstellung der Eigentümerstruktur auf Basis einer vollständig verwässerten («*fully diluted*») Kapitalisierung, die ausstehenden Wandeldarlehen ebenfalls auszuweisen sind.[13] Dies ist eine logische Konsequenz der Präzisierung, dass der Cap Table auf einer vollständig verwässerten Basis darzustellen ist, wie es in der Praxis üblich ist. Zum einen ist dies erforderlich, wenn der Ausgabepreis pro Vorzugsaktie in der neuen Finanzierungsrunde auf Basis einer vereinbarten «*pre-money*» Bewertung der Gesellschaft bestimmt werden soll. Dabei ist bei der Berechnung auf Basis einer vollständig verwässerten Kapitalisierung zu beachten, dass es nicht zu einem unauflösbaren Zirkelschluss kommt, weil die Anzahl der aus der Wandlung resultierenden Vorzugsaktien vom Ausgabepreis pro Vorzugsaktie abhängig ist. Zum anderen dient der Cap Table sowohl den Investoren als auch der Gesellschaft und den bestehenden Aktionären dazu, ihren Anteil an der Gesellschaft im Falle eines Verkaufs der Gesellschaft berechnen zu können. Für eine entsprechende Berechnung des sog. Wasserfalls («*waterfall*») ist auf die vollständig verwässerte Kapitalisierung abzustellen, da im Grundsatz davon auszugehen ist, dass auch ausstehende Options- und Wandelrechte in einem solchen Fall ausgeübt werden.

---

12 Vgl. SECA Investment Agreement), 1.

13 SECA Investment Agreement, Ziff. 2, 7.

bb) Rechte und Pflichten der Wandeldarlehensgeber

Wie bereits erwähnt, werden die Wandeldarlehensgeber mit ausstehenden Wandeldarlehen, welche im Rahmen der Finanzierungsrunde gewandelt werden, als zusätzliche Partei neben der Gesellschaft, den Investoren in der Finanzierungsrunde und den bestehenden Aktionären ins SECA Investment Agreement aufgenommen. Aus Sicht der Investoren und der Gesellschaft soll damit sichergestellt werden, dass die Wandlung wie im Wandeldarlehensvertrag vorgesehen auch tatsächlich im Rahmen der ordentlichen Kapitalerhöhung im Zusammenhang mit der Finanzierungsrunde erfolgt. Für die Wandeldarlehensgeber wird damit Klarheit geschaffen, wie die Wandlung erfolgt und welche Rechte sie gegenüber der Gesellschaft und im Verhältnis zu den Investoren in der Finanzierungsrunde haben.

Um die Wandlung der ausstehenden Wandeldarlehen in der Finanzierungsrunde zu sichern, werden den Wandeldarlehensgebern im SECA Investment Agreement die folgenden Pflichten auferlegt:

- *Wandlung*: Im Sinne einer allgemeinen Verpflichtung ist in Ziff. 3(b) des SECA Investment Agreement geregelt, dass die Wandeldarlehensgeber ihre ausstehenden Forderungen unter den Wandeldarlehensverträgen in vollem Umfang wandeln.
- *Aktienzeichnung*: Zu diesem Zweck verpflichten sich die Wandeldarlehensgeber in Ziff. 4.1(b) des SECA Investment Agreement zur Zeichnung der relevanten Kategorie von Vorzugsaktien durch Unterzeichnung und Lieferung eines Zeichnungsscheins. Diese Verpflichtung steht unter den Bedingungen, dass (1) die Investoren den vollen Betrag oder zumindest einen vereinbarten Mindestbetrag ihres Ausgabepreises auf ein Sperrkonto der Gesellschaft einbezahlt haben und (2) die aufschiebenden Bedingungen für den Vollzug der Finanzierungsrunde («*conditions precedent to closing*») erfüllt worden sind bzw. die Investoren darauf verzichtet haben.
- *Wandlungserklärung*: Unter Vorbehalt der oben genannten Bedingungen enthält Ziff. 4.3(a) des SECA Investment Agreement eine Wandlungserklärung. Dabei erklärt jeder Wandeldarlehensgeber die Verrechnung seiner ausstehenden Forderung unter dem Wandeldarlehensvertrag im Betrag der ausstehenden Darlehenssumme, einschliesslich aufgelaufener Zinsen bis zu einem vereinbarten Datum, gegen die Forderung der Gesellschaft auf Zahlung des Ausgabepreises für die auszugebenden Vorzugsaktien.
- *Bestätigung und Forderungsverzicht*: Gleichzeitig bestätigt jeder Wandeldarlehensgeber in Ziff. 4.3(b) des SECA Investment Agreement, dass er nach der Wandlung dieser Forderung keine anderen Rechte oder Forderungen unter dem Wandeldarlehensvertrag gegenüber der Gesellschaft mehr hat.

> Zusätzlich verzichtet jeder Wandeldarlehensgeber auf jegliche Rechte und Forderungen unter dem Wandeldarlehensvertrag, falls solche dennoch bestehen sollten. Mit dieser Auffangklausel wird sichergestellt, dass sämtliche Forderungen gegenüber der Gesellschaft vollständig getilgt sind. Dies kann zum Beispiel relevant sein, falls im Wandeldarlehensvertrag der Zeitpunkt des Zinsenlaufes oder der Umgang mit Bruchteilen von Aktien durch Abrunden nicht oder nicht ausreichend geregelt ist.[14]

Diese Pflichten der Wandeldarlehensgeber bestehen in der Regel bereits aufgrund des Wandeldarlehensvertrags[15] und sind daher als solche nicht neu, sondern werden im SECA Investment Agreement lediglich präzisiert. Ein Vorteil des Beitritts zum SECA Investment Agreement für die Wandeldarlehensgeber ist, dass sie in Bezug auf Zusicherungen sowie die damit verbundenen Rechtsbehelfe den Investoren in der Finanzierungsrunde (den sog. «*Cash Investors*») gleichgestellt werden.[16] Da Zusicherungen im Wandeldarlehensvertrag oft weniger umfassend sind als diejenigen in einem Investment Agreement[17], profitieren die Wandeldarlehensgeber damit von einem weitergehenden Schutz. Im Gegenzug müssen die Wandeldarlehensgeber wie die Investoren auch Zusicherungen der «*Investors*» gemäss Ziff. 10.2 des SECA Investment Agreement abgeben.

Die Wandeldarlehensgeber werden jedoch nicht in Bezug auf sämtliche Investorenrechte den Investoren gleichgestellt. In Fussnote 2 des SECA Investment Agreement wird darauf hingewiesen, dass gewisse Rechte wie der Verzicht auf die aufschiebenden Bedingungen gemäss Ziff. 7.2 des SECA Investment Agreement, das Recht zur Beendigung des Vertrags gemäss Ziff. 8 des SECA Investment Agreement sowie das Recht auf Entschädigung der Transaktionskosten gemäss Ziff. 12.5(b) des SECA Investment Agreement ausschliesslich den Investoren zukommen sollen. Dieses Konzept lässt sich damit begründen, dass die Wandeldarlehensgeber sich bereits im Wandeldarlehensvertrag zur Wandlung verpflichtet haben und sie deshalb in Bezug auf die Finanzierungsrunde nicht dieselben Mitspracherechte wie die Investoren haben sollen. Da es sich hierbei um eine Verhandlungssache handelt, steht es den Parteien frei, dies anders zu regeln.

---

14 Bei Verwendung der SECA CLA (long form) Vorlage wird für den Zinsenlauf auf einen vereinbarten Stichtag verwiesen bzw. mangels einer solche Vereinbarung auf das Datum der Unterzeichnung des Zeichnungsscheins, vgl. SECA CLA (long form), Annex 1, Definition «Loan Balance», 22. Für den Umgang mit Bruchteilen ist vorgesehen, dass die Anzahl Aktien abgerundet wird und die Wandeldarlehensgeber auf die Differenz verzichten, vgl. SECA CLA (long form), Annex 1, Definition «Conversion Shares», 20 f.

15 Vgl. SECA CLA (long form), Ziff. 10.3, 7.

16 Vgl. SECA Investment Agreement, Ziff. 10.1 und Ziff. 11.3(a) und (b), 18 f. und 21 f., da der Begriff «*Investors*» sowohl «*Cash Investors*» als auch «*Convertible Loan Investors*» umfasst.

17 Vgl. SECA CLA (long form), Ziff. 12.1, 8 f.

cc) Wandlung in der ordentlichen Kapitalerhöhung

Das SECA Investment Agreement sieht sowohl in der Präambel (C) als auch in Ziff. 3.1.3(b) vor, dass die Ausgabe der Vorzugsaktien an die Wandeldarlehensgeber in der ordentlichen Kapitalerhöhung erfolgt. Dabei verpflichten sich sowohl die Gesellschaft (in Bezug auf die Einberufung der Generalversammlung) als auch die bestehenden Aktionäre in Ziff. 3.1.1 des SECA Investment Agreement, die für die Kapitalerhöhung erforderlichen Beschlüsse zu fassen.

Zudem umfasst der Verzicht auf die Bezugsrechte der bestehenden Aktionäre in Ziff. 3.1.2 des SECA Investment Agreement auch die Ausgabe von Vorzugsaktien infolge der Wandlung der Darlehensforderungen zugunsten der Wandeldarlehensgeber. Damit wird der Verzicht auf die Bezugsrechte, welcher in der Regel bereits bei Abschluss eines Wandeldarlehensvertrags von den bestehenden Aktionären eingeholt wird[18], durch diese Klausel erneut bestätigt.

c) Wandlung mittels Verrechnung in einer ordentlichen Kapitalerhöhung

Wie oben dargestellt, sieht das SECA Investment Agreement die Wandlung von ausstehenden Wandeldarlehen mittels Verrechnung in einer ordentlichen Kapitalerhöhung vor. Es finden insbesondere die Bestimmungen über die Verrechnungsliberierung gemäss Art. 634a OR auf die Wandlung Anwendung.[19] Die Verrechnungsliberierung wurde mit der Aktienrechtsrevision 2020 als eigenständige Art der Liberierung im Gesetz explizit geregelt.[20] Diese Regelung hatte Neuerungen für die Wandlung mittels Verrechnungsliberierung zur Folge, welche für die Venture Capital-Praxis neue Herausforderungen bei Wandeldarlehen für Startups mit sich gebracht haben.

aa) Beschluss der Generalversammlung

Zunächst sind neu im Beschluss der Generalversammlung über die ordentliche Kapitalerhöhung gemäss Art. 650 Abs. 2 Ziff. 5 OR bei Liberierung durch Verrechnung (i) der Betrag der zur Verrechnung gebrachten Forderung, (ii) der Name des Gläubigers und (iii) die ihm zukommenden Aktien zu nennen. Diese

---

18 Vgl. SECA CLA (long form), Ziff. 5(a), wonach die Zustimmung von sämtlichen Aktionären («*shareholder consents*» gemäss Annex 2, Ziff. (b)) eine Bedingung für die Auszahlung des Darlehensbetrages ist, 4 und 24.

19 Art. 652c des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (Obligationenrecht, OR, SR 220) i.V.m. Art. 634a OR.

20 Zindel/Isler, Art. 652c, BSK OR II, Rz. 3 und 4a; von der Crone, Rz. 246; Vischer, 139 f.

Bestimmung wird in der Lehre zutreffend als «gesetzgeberische Fehlleistung»[21] bezeichnet, da im Zeitpunkt der Generalversammlung oft noch nicht bekannt ist, welche Gläubiger allfällige Forderungen aus einem Wandeldarlehen verrechnen wollen bzw. müssen. Dies kann insbesondere dann der Fall sein, wenn der Verwaltungsrat aus Zeitgründen während noch laufenden Verhandlungen mit Investoren und Wandeldarlehensgläubiger der Generalversammlung eine ordentliche Kapitalerhöhung mit einem maximalen Nennbetrag beantragt. Diese Anforderungen an die Angaben im Beschluss der Generalversammlung darf daher nur Anwendung finden, falls diese Informationen im Zeitpunkt des Beschlusses auch bekannt sind. Sofern diese nicht vorliegen, sind diese Angaben im Feststellungsbeschluss des Verwaltungsrats gemäss Art. 652g OR aufzunehmen, um das vom Gesetzgeber unnötigerweise verlangte Publizitätserfordernis bei der Verrechnungsliberierung zu erfüllen.[22] Zudem ist bei der Einberufung der Generalversammlung zu beachten, dass sich der Verwaltungsrat vorbehält, den Antrag in Bezug auf diese Angaben vor oder an der Generalversammlung zu präzisieren. Vollmachten sind entsprechend breit zu formulieren, damit auch ein entsprechender Änderungsantrag des Verwaltungsrats von der Vollmacht erfasst ist.

Des Weiteren ist zu beachten, dass der Beschluss der Generalversammlung über eine Kapitalerhöhung mit Verrechnungsliberierung seit der Aktienrechtsrevision gemäss Art. 704 Abs. 2 Ziff. 3 OR einer qualifizierten Mehrheit von mindestens zwei Dritteln der vertretenen Stimmen und der Mehrheit der vertretenen Aktiennennwerte bedarf. Im SECA Shareholders Agreement wurde dementsprechend auch die Liste der sog. «*Important Shareholder Matters*» nachgeführt.[23]

bb) Bestand und Verrechenbarkeit der Darlehensforderung

Unverändert blieb bei der Aktienrechtsrevision der Prozess für den Verwaltungsrat in Bezug auf die Umsetzung einer Wandlung mittels Verrechnungsliberierung. Der Verwaltungsrat hat im Kapitalerhöhungsbericht gemäss Art. 652e Ziff. 2 OR Rechenschaft über den Bestand und die Verrechenbarkeit der Darlehensforderung zu geben. Zudem muss der Kapitalerhöhungsbericht gemäss Art. 652f Abs. 1 OR von einem zugelassenen Revisor geprüft werden, welcher schriftlich bestätigt, dass dieser vollständig und richtig ist.

---

21 Vogel, Art. 46, OFK HRegV, Rz. 64a.

22 Vogel, Art. 46, OFK HRegV, Rz. 64a; Vischer, 143.

23 SECA VC Model Documentation "large", 5th Edition, 2025, Shareholders Agreement annotated (zit. SECA Shareholders Agreement), Annex 6, Part A, lit. (e).

Die Liberierung durch Verrechnung erfordert, dass die allgemeinen Voraussetzungen von Art. 120 Abs. 1 OR erfüllt sind, d.h. der Bestand und die Verrechenbarkeit der Forderung.[24] Zudem bedarf die Verrechnung einer Verrechnungserklärung gemäss Art. 124 OR. Diese wird typischerweise in den Zeichnungsschein aufgenommen, durch welchen sich der Wandeldarlehensgeber verpflichtet, die ihm zugeteilten Aktien mittels Verrechnung zu liberieren. Zudem sieht das SECA Investment Agreement in Ziff. 4.3(a) eine Wandlungs- und damit Verrechnungserklärung der Wandeldarlehensgeber gegenüber der Gesellschaft vor.

Wandeldarlehen bei Startups sind in der Regel mit einem qualifizierten Rangrücktritt gemäss Art. 725b Abs. 4 Ziff. 1 OR belastet.[25] Da Wandeldarlehen oft zur Überbrückung der Finanzierung bis zur nächsten Kapitalerhöhung dienen und Startups typischerweise Verluste schreiben, ist das Risiko bei solchen Überbrückungsfinanzierungen relativ hoch, dass die Gesellschaft zeitnah in eine Überschulungssituation geraten kann. Vor der Aktienrechtsrevision war es umstritten, ob die zur Verrechnung gebrachte Forderung zudem werthaltig sein muss. Mit Art. 634a Abs. 2 OR hat der Gesetzgeber klargestellt, dass die Verrechnung mit einer Forderung auch dann als Deckung gilt und damit zulässig ist, wenn die Forderung nicht mehr durch Aktiven gedeckt ist.[26] Gemäss h.L. ist auch die Verrechnung einer mit einem Rangrücktritt belasteten Forderung zulässig. Dies wird damit begründet, dass bei Verrechnung einer subordinierten Forderung mit der Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital zumindest die bilanzielle Situation der Gesellschaft verbessert wird und die Verrechnung der Zustimmung der Gesellschaft bedarf.[27] Dieser Meinung ist beizupflichten, da die Verrechnung auch bei einem Rangrücktritt eine Besserstellung der Gesellschaft zur Folge hat.

cc) Statuten- und Handelsregisterpublizität

Seit der Aktienrechtsrevision 2020 muss neu die Verrechnungsliberierung in den Statuten der Gesellschaft offengelegt werden. Art. 634a Abs. 3 OR verlangt, dass in den Statuten (i) der Betrag der zur Verrechnung gebrachten Forderung, (ii) der Name des Aktionärs und (iii) die ihm zukommenden Aktien

---

24 Böckli, § 2 Rz. 47 f.; Schenker/Meyer, Art. 634a, BSK OR II, Rz. 1; Lambert/Gericke, Art. 652c, OFK OR, Rz. 6.

25 Vgl. SECA CLA (long form), Ziff. 14, 11 f.

26 Zindel/Isler, Art. 652c, BSK, Rz. 4; Lambert/Gericke, Art. 652c, OFK OR, Rz. 6; von der Crone, Rz. 249 f.; Schenker/Meyer, Art. 634a BSK, Rz. 2, wobei von der Crone wie auch Schenker/Meyer klarstellen, dass dies bei einer Gründung ausgeschlossen ist.

27 Zindel/Isler, Art. 652c, BSK, Rz. 4; Lambert/Gericke, Art. 652c, OFK OR, Rz. 6; Vischer, 142; weiterhin kritisch Böckli, § 2 Rz. 48 ff., welcher die Gefahr von Liberierungsklagen bei überschuldeten Gesellschaften aber durch die neue Bestimmung in Art. 634a Abs. 2 OR als gebannt sieht.

angegeben werden. Die Statutenbestimmung kann frühestens nach zehn Jahren von der Gesellschaft aufgehoben werden. Diese Statutenpublizität tritt zusätzlich zu der unveränderten Handelsregisterpublizität gemäss Art. 48 Abs. 2 HRegV i.V.m Art. 45 Abs. 2 lit. c HRegV hinzu, wonach der Betrag der zur Verrechnung gebrachten Forderung sowie die dafür ausgegebenen Aktien im Handelsregister einzutragen sind.

Diese Neuerung wurde damit begründet, dass durch die Statutenpublizität bei der Verrechnungsliberierung die Inkongruenz zur Sacheinlage beseitigt und die Transparenz zugunsten der Gläubiger und Investoren verbessert werden soll.[28] Die Statutenpublizität ist bei der Verrechnung mit Wandeldarlehen jedoch völlig verfehlt und führt durch die Namensnennung des Aktionärs zu einem Bruch mit dem Grundsatz der Anonymität der Aktiengesellschaft. Da die Offenlegung des Gesamtbetrages der verrechneten Forderungen und der dafür ausgegebenen Aktien in den Statuten (analog der Handelsregisterpublizität) für die Schaffung von Transparenz ausgereicht hätte, ist der Gesetzgeber bei dieser Regelung unnötigerweise über das Ziel hinausgeschossen. Mit dieser Regelung wird einem Wandeldarlehensgeber, der sein Geld frühzeitig und in der Regel mit einem höheren Risikoprofil als ein Investor in einer Finanzierungsrunde in die Gesellschaft einbringt, die Anonymität abgesprochen.[29]

d) Alternativen zur Verrechnungsliberierung und Statutenpublizität

Diese Statutenpublizität wird von potenziellen Wandeldarlehensgebern in der Praxis teils negativ aufgenommen und kann sogar dazu führen, dass diese nach einer entsprechenden Aufklärung von einer Beteiligung an einem Wandeldarlehen absehen. Aus Sicht der Gesellschaft wie auch für Investoren, welche bereit wären, sich bereits als Wandeldarlehensgeber zu beteiligen, stellt sich daher die Frage, welche Alternativen zu einer ordentlichen Kapitalerhöhung mittels Verrechnungsliberierung bestehen, damit die Wandlung keine Statutenpublizität zur Folge hat. In der Praxis haben sich dabei zwei Alternativen durchgesetzt.

aa) Schaffung von bedingtem Kapital

Eine erste Alternative besteht darin, dass bedingtes Kapital mit der relevanten Kategorie von Vorzugsaktien geschaffen wird, um das Wandeldarlehen zu un-

---

28 Botschaft des Bundesrates vom 23. November 2016 zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht), BBl 2017, 399 ff., 493 f.

29 Vgl. auch Vischer, 141 f.; Gericke et al., 325.

terlegen. Es ist heute vom EHRA anerkannt, dass die Statutenpublizität auf die Verrechnungsliberierung bei der Ausgabe von Aktien aus bedingtem Kapital nicht anwendbar ist.[30]

Die Aktienkategorie, in welche das Wandeldarlehen gewandelt wird, ist vor einer wandlungsauslösenden Finanzierungsrunde typischerweise noch nicht bestimmt, sondern lediglich bestimmbar. Bestimmt wird sie spätestens mit Abschluss der Finanzierungsrunde.[31] Es ist daher möglich im Zusammenhang mit der Finanzierungsrunde bedingtes Kapital für Vorzugsaktien zu schaffen, damit anschliessend die ausstehenden Forderungen unter dem Wandeldarlehen mittels Verrechnung in neue Vorzugsaktien der relevanten Kategorie gewandelt werden können. Erforderlich ist dafür die Abgabe einer entsprechenden Wandlungserklärung der Wandeldarlehensgeber gemäss Art. 653e Abs. 1 OR nach Eintragung des bedingten Kapitals im Handelsregister.

Art. 653b Abs. 3 OR, wonach Wandel- und Optionsrechte, die vor der Eintragung der Statutenbestimmung über das bedingte Kapital in das Handelsregister eingeräumt werden, nichtig sind, steht diesem Vorgehen nicht entgegen. Gemäss h.L. gilt diese Bestimmung nur für Wandelrechte, welche sich ausschliesslich und ausdrücklich auf das bedingte Kapital stützen.[32] Es ist daher zulässig, dass die Generalversammlung ein bedingtes Kapital beschliesst, welches sich auf bereits ausstehende Wandel- oder Optionsrechte bezieht.[33] Dies gilt auch für Wandelrechte, welche bis dahin wie beim Wandeldarlehen üblich mit Verpflichtungen der bestehenden Aktionären gegenüber der Gesellschaft zur Vornahme der erforderlichen Handlungen für eine Kapitalerhöhung gedeckt waren.[34]

Bei dieser Vorgehensweise ist darauf zu achten, dass der Verwaltungsrat neben der Eintragung der Statutenbestimmung über das bedingte Kapital auch

---

30 EHRA, Praxismitteilung EHRA 1/24 vom 20. Juni 2024, Fragen im Zusammenhang mit dem Inkrafttreten des neuen Aktienrechts, Ziff. 3.2, 6; Reutter/Hammer, 306 f.; Gericke/Marti, Neues Aktienrecht, 184 f.; Vischer, 152. Entsprechend sollten gegenteilige Lehrmeinungen, welche vor der Praxismitteilung des EHRA publiziert wurden, ignoriert werden: z.B. Zindel/Isler, Art. 653e, BSK OR II, Rz. 5 (lit. d) sowie Art. 653g Rz. 6e, welche eine Offenlegung in den Statuten verlangen, aber ohne Angabe der Namen der einzelnen Gläubiger sowie Forstmoser/Küchler, Aktienrecht, Art 653f Rz. 6.

31 Ausführlich zur Bereitstellung von Aktien bei Wandeldarlehen Gericke/Marti, KISS und SAFE, 111 ff.; Gericke/Marti, Neues Aktienrecht, 182 ff.

32 Lambert/Gericke, Art. 653b, OFK OR, Rz. 15; Cramer, Art. 653b, ZK, Rz. 24.

33 Zindel/Isler, Art. 653b, BSK OR II, Rz. 28; im Ergebnis wohl auch Böckli, § 2 Rz. 145, der von einer schwebenden Unwirksamkeit bis zur Herstellung der Deckung ausgeht.

34 Vgl. SECA CLA (long form), Ziff. 5(a), wonach die Zustimmung von sämtlichen Aktionären («*shareholder consents*» gemäss Annex 2, Ziff. (c) und (d)) eine Bedingung für die Auszahlung des Darlehensbetrages ist, 4 und 24.

den erforderlichen Beschluss vornimmt, um das bedingte Kapital für die ausstehenden Wandeldarlehen zu widmen.[35] Zudem sollten die Details betreffend die Abgabe der Wandlungserklärung und der Stichtag für die Beendigung des Zinsenlaufes mit den Darlehensgebern im Investment Agreement oder anderweitig geregelt werden.

Nachteil dieser Vorgehensweise ist der administrative Aufwand, der mit einer Kapitalerhöhung aus bedingtem Kapital für die Gesellschaft verbunden ist. Zunächst muss der Verwaltungsrat die Ausgabe der Vorzugsaktien aus dem bedingten Kapital gemäss Art. 653g OR nachträglich in einer öffentlichen Urkunde feststellen und die Statuten entsprechend anpassen sowie diesen Feststellungs- und Statutenänderungsbeschluss beim Handelsregister gemäss Art. 52 HRegV anmelden. Dafür benötigt der Verwaltungsrat eine Prüfungsbestätigung eines zugelassenen Revisionsexperten gemäss Art. 653f Abs. 1 OR, welcher prüft und bestätigt, dass die Ausgabe der neuen Aktien dem Gesetz und den Statuten entsprochen hat. Diese Prüfung hat nach Abschluss des Geschäftsjahres zu erfolgen, wobei der Verwaltungsrat eine frühere Prüfung anordnen kann.[36] Die gesetzliche Frist zur Anmeldung beim Handelsregister innerhalb von drei Monaten nach Abschluss des Geschäftsjahres gemäss altem Aktienrecht ist mit der Aufhebung von Art. 653h aOR weggefallen.

bb) Barliberierung zum Nennwert und Zuschuss der Darlehensforderung

Bei der zweiten Alternative zeichnen die Wandeldarlehensgeber die Anzahl Vorzugsaktien, welche ihnen bei Wandlung aufgrund des Wandeldarlehensvertrags zukommen, zum Nennwert in der ordentlichen Kapitalerhöhung und leisten den entsprechenden Nennwert als Einlage in bar. Im Gegenzug für die Berechtigung der Aktienzeichnung zum Nennwert (anstelle des vollen Wandlungspreises) verpflichten sich die Wandeldarlehensgeber in einen Zuschussvertrag, ihre ausstehenden Forderungen (inkl. aufgelaufene Zinsen) unter dem Wandeldarlehensvertrag als Zuschuss ohne Gegenleistung («*à fonds perdu*») in das Eigenkapital der Gesellschaft einzulegen. Mit dem Zuschuss an die Gesellschaft geht die Darlehensforderung durch Konfusion bzw. Vereinigung gemäss Art. 118 OR unter. Die Kapitalerhöhung erfolgt somit durch Barliberierung, weshalb die Vorschriften über die Verrechnungsliberierung keine Anwendung finden. Da für den Zuschuss keine Aktien ausgegeben werden, finden die Libe-

35 Zindel/Isler, Art. 653b, BSK OR II, Rz. 29.

36 Art. 653f Abs. 2 OR. In der Praxis werden Investoren wie auch Wandeldarlehensgeber im Investment Agreement in der Regel verlangen, dass die Abgabe der Wandlungserklärung sowie die anschliessende Feststellung durch den Verwaltungsrat zeitnah zu erfolgen hat, damit Klarheit über die Aktionärsstruktur der Gesellschaft besteht.

rierungsbestimmungen auf den Zuschuss keine Anwendung und es liegt auch kein Umgehungstatbestand vor.[37]

Die Barliberierung zum Nennwert hat jedoch zur Folge, dass die Wandeldarlehensgeber den Nennwert in bar zusätzlich leisten müssen. Es stellt sich daher die Frage, ob ihnen bei dieser Vorgehensweise in Anbetracht des Verbots der Kapitalrückgewähr gemäss Art. 680 Abs. 2 OR ein vertraglicher Anspruch auf Rückzahlung des Nennbetrages nach Eintragung der Kapitalerhöhung gewährt werden darf. Das Bundesgericht hat anerkannt, dass die Erfüllung einer Forderung, welche dem Aktienzeichner bereits vor der Kapitalerhöhung zustand, keine verbotene Kapitalrückzahlung darstellt, selbst wenn diese mit Mitteln aus der Barliberierung erfolgt.[38] Es ist daher zulässig, die einzuschiessende Forderung um den Nennwert zu reduzieren und für diesen Restbetrag der vorbestehenden Darlehensforderung eine Rückzahlung durch die Gesellschaft zu vereinbaren.[39]

Bei dieser Vorgehensweise finden somit die Bestimmungen über die Verrechnungsliberierung keine Anwendung, weshalb die Wandlung keine Statuten-, Handelsregister- und Beschlusspublizität zur Folge hat und der Beschluss der Kapitalerhöhung auch nicht der qualifizierten Mehrheit unterliegt. Liegt zum Zeitpunkt vor der Kapitalerhöhung eine Überschuldung vor und unterliegt die Darlehensforderung einem Rangrücktritt gemäss Art. 725b Abs. 4 Ziff. 1 OR, ist jedoch bei der Rückzahlung des Nennwertes darauf zu achten, dass der Rangrücktritt vor der Rückzahlung aufgehoben werden kann.[40]

2. Zusicherungen der Gesellschaft und der «Compensatory Capital Increase»

a) Zusicherungen und Gewährleistung – Wer trägt das Risiko?

Eine zentrale Frage bei der Verhandlung des Investment Agreement ist, wer gegenüber den Investoren die Zusicherungen über den Zustand der Gesellschaft abgeben und folglich wer bei einer Verletzung dieser Zusicherungen bzw. beim Nichtvorliegen dieser zugesicherten Eigenschaften in welcher Form

37 Ausführlich dazu Vischer, 147 f.

38 Urteil des Bundesgerichts 4A_496/2010 vom 14. Februar 2011 E. 2.4; BGE 87 II 169.

39 So auch Vischer, 150 f.; von der Crone, Rz. 553; wohl auch Vogt, Art. 680, BSK OR II, Rz. 100; a.M. Cramer, Art. 634a, ZK, Rz. 27, der trotz bundesgerichtlicher Rechtsprechung die Anwendung der Bestimmungen über die Verrechnungsliberierung verlangt.

40 Zu den Anforderungen, vgl. Kägi/Zweifel/Wüstiner, Art. 725b, BSK OR II, Rz. 52.

haften soll. Im Zentrum dieser Diskussion steht die seit vielen Jahren diskutierte Frage, ob die sich finanzierende Gesellschaft Zusicherungen gegenüber den Investoren im Zusammenhang mit der Zeichnung von neuen Aktien abgeben kann und soll.

aa) Zusicherungen der Gesellschaft

Es ist heute anerkannt, dass die Abgabe von Zusicherungen durch die Gesellschaft bei der Zeichnung von neuen Aktien grundsätzlich zulässig ist. Dabei gilt es die relevanten aktienrechtlichen Schranken zu beachten.[41] Dies wurde jüngst auch vom Handelsgericht des Kantons Zürich bestätigt.[42] Eine Berufung der Investoren auf einen Willensmangel ist demgegenüber nach der Zeichnung der Aktien und Eintragung der Kapitalerhöhung im Handelsregister ausgeschlossen.[43]

Bei den aktienrechtlichen Schranken für eine Schadenersatzzahlung in bar durch die Gesellschaft selbst steht zunächst das Verbot der Kapitalrückgewähr gemäss Art. 680 Abs. 2 OR im Vordergrund. Nach h.L. und Rechtsprechung ist Art. 680 Abs. 2 OR nicht nur als Rückforderungsverbot des Aktionärs zu verstehen, sondern beinhaltet auch ein Verbot der Gesellschaft, Leistungen an Aktionäre aus dem geschützten Gesellschaftskapital zu erbringen.[44] Da Art. 680 Abs. 2 OR zwingendes Recht ist, kann die Gesellschaft weder statutarisch noch mittels Generalversammlungs- oder Verwaltungsratsbeschluss noch vertraglich eine Forderung auf Kapitalrückgewähr zusichern, und ein Verstoss hat die Nichtigkeit zur Folge.[45] Unter das geschützte Kapital fällt das gesamte Aktienkapital sowie ein allfälliges Partizipationskapital.[46] Ein allfälliges Agio[47] fällt hingegen nicht unter Art. 680 Abs. 2 OR, unterliegt aber einer Ausschüttungssperre gemäss Art. 671 Abs. 2 OR (bzw. bei Holdinggesellschaften

---

41 Wyss, 424 f., Gerhard, PIPE 2006, 304 ff., Frey, 61; Wenger/Speck, 188; Philippin/Loepfe, 296; Hanselmann/Schönenberger, 43; kritisch Frick, Rz. 1343, der Zusicherungen und Garantien der Gesellschaft nicht generell ausschliesst, diese aber als «wirtschaftlich nicht sinnvoll» einstuft; a.M. noch Barthold, 886, der in der vertraglichen Verpflichtung der Aktiengesellschaft eine Verletzung des körperschaftlichen Prinzips des Aktienrechts sieht.

42 Urteil des Handelsgerichts Zürich HG240031-O vom 21. August 2024 E. 3.3.

43 HGer ZH HG240031-O E. 3.2; Gerhard, PIPE 2006, 304.

44 Vogt, Art. 680, BSK OR II, Rz. 69; Bahar/Peyer, Art. 680, ZK, Rz. 112; Gerhard, PIPE 2006, 304; Philippin/Loepfe, 297.

45 Vogt, Art. 680, BSK OR II, Rz. 71 und 110 ff.; Bahar/Peyer, Art. 680, ZKN, 115 und 181 ff. (differenziert in Bezug auf das schuldrechtliche Verpflichtungsgeschäft); Gerhard, PIPE 2006, 304 f.; Philippin/Loepfe, 297.

46 Vogt, Art. 680, BSK OR II, Rz. 76; Bahar/Peyer, Art. 680, ZK, Rz. 123 f.

47 Differenz zwischen dem Nennwert und Ausgabebetrag, welche gemäss Art. 671 Abs. 1 Ziff. 1 OR der gesetzlichen Kapitalreserve zuzuweisen ist.

Abs. 3 OR) und damit der Rückerstattungspflicht gemäss Art. 678 OR, soweit die gesetzlichen Kapital- und Gewinnreserven die Hälfte (bzw. bei Holdinggesellschaften 20%) des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapital nicht übersteigen.[48]

Zudem stellt sich die Frage, ob eine Schadenersatzzahlung als ungerechtfertigte Leistung (Abs. 1) oder Leistung in einem offensichtlichen Missverhältnis zur Gegenleistung (Abs. 2) einzustufen ist und daher ein Rückerstattungsanspruch gemäss Art. 678 OR vorliegt. Wie oben erwähnt, greift die Rückerstattungspflicht gemäss Art. 678 OR, sofern eine Leistung in die Ausschüttungssperre gemäss Art. 671 Abs. 2 bzw. Abs. 3 OR eingreift.[49] Vorausgesetzt die Schadenersatzzahlung greift nicht in das frei verwendbare Eigenkapital ein, fällt eine ungerechtfertigte Leistung gemäss Art. 678 Abs. 1 OR hingegen ausser Betracht, da es sich nicht um eine Leistung handelt, deren Erbringung durch gesetzliche oder statutarische Vorschriften geregelt wird, sondern um eine Leistung, welche die Gesellschaft im Rahmen eines Rechtsgeschäfts erbringt.[50]

Zur Beurteilung eines offensichtlichen Missverhältnisses zwischen der Leistung der Gesellschaft (d.h. die Gewährung von Zusicherungen und im Falle einer Verletzung die Zahlung von Schadenersatz) und der Gegenleistung der Investoren (d.h. die Investition in die Gesellschaft) ist der Drittmannstest anzuwenden. Entscheidend ist deshalb, ob das Geschäft zu Marktbedingungen («*at arm's length*») abgeschlossen wurde, d.h. ob die Zusicherungen und bei Verletzung die daraus folgende Schadenersatzzahlung auch mit einem unabhängigen Dritten vereinbart worden wäre.[51] Gemäss Lehre ist von einem zulässigen Drittgeschäft auszugehen, wenn dieses nicht durch das (gegenwärtige oder zukünftige) Aktionärsverhältnis mit dem Investor einseitig zu Lasten der Gesellschaft beeinflusst worden ist, sondern im Interesse der Zielgesellschaft gerechtfertigt ist.[52] Gewisse Autoren stellen zu Recht in Frage, ob es sich bei Zusicherungen überhaupt um eine relevante Leistung der Gesellschaft handelt, da es sich beim Schadenersatz infolge Verletzung dieser Zusicherungen

---

48 Vogt, Art. 680, BSK OR II, Rz. 77; Böckli, § 1 Rz. 128 und 173; a.M. Bahar/Peyer, Art. 680, ZK, Rz. 125 ff., wonach das Agio nicht in den Anwendungsbereich von Art. 680 Abs. 2 OR fällt, soweit die allgemeine Reserve (heute die gesetzlichen Kapital- und Gewinnreserven) die Hälfte des Aktienkapitals übersteigt; ebenso HGer ZH HG240031-O E. 3.3, wonach mit Verweis auf Lehrmeinungen aus der Zeit vor der Aktienrechtsrevision auch «geschützte Reserven» vom Verbot der Einlagenrückgewähr nach Art. 680 Abs. 2 OR erfasst sein sollen, ohne dass eine Auseinandersetzung mit den Anwendungsbereich von Art. 680 Abs. 2 OR und Art. 678 Abs. 1 OR nach dem neuen Aktienrecht vorgenommen wird.

49 Vogt, Art. 678, BSK OR II, Rz. 73 f. und Rz. 111.

50 Ausführlich zur Abgrenzung zwischen Abs. 1 und Abs. 2, Vogt, Art. 678, BSK OR II, Rz. 16 ff.

51 Gerhard, PIPE 2010, 260; Vogt, Art. 678, BSK OR II, Rz. 170.

52 Gerhard, PIPE 2006, 305; Philippin/Loepfe, 298; Hanselmann/Schönenberger, 44.

eigentlich um eine Preisanpassung handelt, weil bei Kenntnis der Umstände, die zu einer Verletzung führen, der Investor von Beginn weg eine tiefere Bewertung vereinbart hätte und daher seine ursprüngliche Investition an die Gesellschaft eigentlich zu hoch war.[53]

Zusicherungen sind bei Venture Capital-Finanzierungen schon seit vielen Jahren marktüblich.[54] Eine Gesellschaft wird keine Venture Capital-Investoren finden, wenn sie nicht bereit ist, diesem auch marktübliche Zusicherungen für seine Investition abzugeben. Sofern eine Gesellschaft im Investment Agreement marktübliche Zusicherungen abgibt und die Finanzierung im Gesellschaftsinteresse liegt, ist daher nicht von einem Verstoss gegen Art. 678 Abs. 2 OR auszugehen, da es sich um ein Geschäft zu Marktbedingungen handelt.[55]

Zusammenfassend ist somit festzuhalten, dass die Abgabe von Zusicherungen durch die Gesellschaft sowie die Verpflichtung zur Schadenersatzzahlung in bar bei Verletzung dieser Zusicherungen zulässig ist, sofern die Gesellschaft über genügend frei verwendbares Eigenkapital verfügt, um der Schadenersatzzahlung nachzukommen.[56] Bei einer Schadenersatzzahlung durch die Gesellschaft tragen daher die Investoren das Risiko, dass zum Zeitpunkt der Geltendmachung von Gewährleistungsansprüchen das erforderliche Haftungssubstrat bei der Gesellschaft nicht mehr vorhanden ist.

Bei einer Schadenersatzzahlung in bar infolge der Verletzung von Zusicherungen durch die Gesellschaft ist aus Sicht der Investoren zudem zu beachten, dass sich dadurch der Wert der Gesellschaft reduziert und die Investoren aufgrund ihrer Beteiligung an der Gesellschaft die Schadenersatzzahlung indirekt wie jeder andere Aktionär mittragen.[57]

bb) Zusicherungen der Gründer und des Managements

Da Zusicherungen verbunden mit einer Schadenersatzzahlung der Gesellschaft für Investoren nicht vollständig befriedigend sein können, stellt sich in der Praxis häufig die Frage, welche weiteren Optionen für die Absicherung der Zusicherungen bestehen. Dabei kommen die bestehenden Aktionäre der Gesellschaft ins Blickfeld, wobei in der Regel zwischen aktiv involvierten und passiven Aktionären unterschieden wird.

---

53 Toral/Jacquard, 272.

54 Vgl. Auch SECA Investment Agreement, Annex 10.1.

55 Vgl. auch zu PIPE-Transaktionen, Gerhard, PIPE 2010, 260 f.; noch zurückhaltender Gerhard, PIPE 2006, 305 f., wonach ein besonderes Interesse der Gesellschaft erforderlich ist.

56 Bestätigt in HGer ZH HG240031-O E. 3.3.

57 Vgl. SECA Investment Agreement, Rz. 33; Toral/Jaccard, 276; Hanselmann/Schönenberger, 45.

In den Fokus gelangen daher primär die Gründer der Gesellschaft, sofern diese noch in die operative Tätigkeit der Gesellschaft involviert sind, sowie je nach Stadium der Gesellschaft allenfalls weitere Mitglieder der Geschäftsleitung. Während Gründer und Mitglieder der Geschäftsleitung das Unternehmen gut kennen und daher aufgrund ihres Wissens für die Abgabe von Zusicherungen eigentlich prädestiniert sind, bieten sie den Investoren aufgrund von geringen finanziellen Mitteln oft kein ausreichendes Haftungssubstrat.[58] Als Alternative kann vereinbart werden, dass der Schadenersatz anstelle von Geld in der Form von Aktien erfolgen kann. Diese Lösung wird jedoch oft als nicht attraktiv bzw. aus psychologischen Gründen als ungeeignet eingestuft, weil im Schadensfall den betroffenen Gründern und Mitgliedern der Geschäftsleitung ein wichtiger Anreiz für die Weiterentwicklung des Geschäfts und damit für die Wertsteigerung des Unternehmens entzogen wird.[59]

cc) Zusicherungen von bestehenden (passiven) Aktionären

Eine weitere Option ist daher der Einbezug aller bestehenden Aktionäre, unabhängig davon wie stark sie im Unternehmen involviert sind. Damit würde auch von rein passiven Aktionären, welche keine besondere Kenntnis des Unternehmens und des Geschäftsgangs haben, erwartet, dass sie Zusicherungen über die Gesellschaft abgeben. Diese sind jedoch in der Regel nicht bereit, für die Gesellschaft einzustehen und das damit verbundene Risiko auf sich zu nehmen, da ihnen aus der Finanzierungsrunde mit Ausnahme der allfälligen Wertsteigerung ihrer Beteiligung kein unmittelbarer Vorteil zukommt.[60]

dd) Regelung im SECA Investment Agreement

Aufgrund dieser Herausforderungen und Interessenabwägungen werden in der Praxis neben den Zusicherungen durch die Gesellschaft häufig auch Mischformen diskutiert. Dementsprechend sieht auch das SECA Investment Agreement in Bezug auf die Zusicherungen und das damit verbundene Haftungsregime eine Mischform vor:

– *Gesellschaft*: Die Gesellschaft gibt die sog. fundamentalen Zusicherungen über den Status der Gesellschaft ab.[61] Diese umfassen die ordnungsgemässe Gründung und rechtmässige Existenz der Gesellschaft («*due incorporation and valid existence*»), die Höhe und Zusammensetzung des Aktienkapitals, die rechtmässige Ausgabe der bestehenden Aktien sowie die Vollständigkeit und

58 Vgl. auch Wenger/Speck, 189; Hanselmann/Schönenberger, 43.
59 Vgl. auch Wenger/Speck, 189; Philippin/Loepfe, 299; Hanselmann/Schönenberger, 43.
60 Vgl. auch Hanselmann/Schönenberger, 43.
61 Vgl. SECA Investment Agreement, Ziff. 10.1(a), 19.

Richtigkeit der Eigentümerstruktur der Gesellschaft gemäss dem Cap Table auf Basis einer vollständig verwässerten («*fully diluted*») Kapitalisierung.[62] Des Weiteren bestätigt die Gesellschaft im Sinne einer Negativzusicherung, dass keine Massnahmen getroffen wurden und keine Ereignisse eingetreten sind, welche zu einer Auflösung, Liquidation, Nachlassstundung oder einem Konkurs der Gesellschaft führen.[63] Schliesslich sichert die Gesellschaft zu, dass ihre Geschäftsbücher aufdatiert, vollständig und zutreffend sind sowie dass sie durch die Unterzeichnung und Erfüllung des Investment Agreement keine Pflichten verletzt («*due execution*»).[64]

- *Bestehende Aktionäre*: Sämtliche bestehenden Aktionäre (einschliesslich Gründer) sichern den Investoren ihre Befähigung zum Abschluss des Investment Agreement sowie ihr Eigentum an den Aktien zu.[65] Dies umfasst unter anderem die Fähigkeit und Ermächtigung zum Abschluss des Investment Agreement, die gültige und vollstreckbare Verpflichtung durch das Investment Agreement und am wichtigsten das Eigentum an den bestehenden Aktien.[66] Wie die Gesellschaft bestätigen auch die bestehenden Aktionäre zudem, dass sie durch die Unterzeichnung und Erfüllung des Investment Agreement keine Pflichten verletzten und keine Verfahren gegen sie bestehen, welche die Investition beeinträchtigten könnten.[67] Diese Zusicherungen werden in der Regel von jedem Aktionär nur für sich selbst und nicht für die anderen Aktionäre abgegeben.[68]
- *Gründer*: Aufgrund dieser Aufteilung fällt es dann auf die Gründer und allenfalls ausgewählte aktive Aktionäre (wie Mitglieder der Geschäftsleitung oder andere wichtige Mitarbeiter) die verbleibenden, umfassenden Zusicherungen über die Gesellschaft und deren Geschäft abzugeben (sog. «*Business Representations*»).[69]

ee) Würdigung der verschiedenen Optionen

Die oben erläuterte Lösung der SECA VC Model Documentation ist eine mögliche Option. In der Praxis verlangen die Investoren trotz der aktienrechtlichen Schranken sowie dem wirtschaftlichen Problem, den Schaden mittragen zu

62 Vgl. SECA Investment Agreement, Annex 10.1 Ziff. 2.1.
63 Vgl. SECA Investment Agreement, Annex 10.1 Ziff. 2.2.
64 Vgl. SECA Investment Agreement, Annex 10.1 Ziff. 2.3 und 2.4.
65 Vgl. SECA Investment Agreement, Ziff. 10.1(b), 19.
66 Vgl. SECA Investment Agreement, Annex 10.1 Ziff. 1.1.
67 Vgl. SECA Investment Agreement, Annex 10.1 Ziff. 1.2.
68 Vgl. SECA Investment Agreement, Ziff. 10.1(b), 20.
69 Vgl. SECA Investment Agreement, Rz. 33 und Ziff. 10.1(c), 19.

müssen, in der Regel umfassende Zusicherungen von der Gesellschaft.[70] Dies ist v.a. bei Gesellschaften in einem fortgeschrittenen Stadium gängige Marktpraxis. Ob die Lösung des SECA Investment Agreement in Anbetracht der relevanten Umstände für eine bestimmte Gesellschaft angemessen ist, muss daher von Fall zu Fall beurteilt werden. Das SECA Investment Agreement soll als Vorlage dienen und kann daher durch die Benutzer auch entsprechend angepasst werden.

Aufgrund der Herausforderungen bei einer Schadenersatzzahlung in bar begnügen sich Investoren bei Zusicherungen der Gesellschaft oft mit einem sog. «*Compensatory Capital Increase*» (einer kompensatorischen Kapitalerhöhung) als Absicherung. Beim Compensatory Capital Increase werden im Falle einer Verletzung der Zusicherungen durch die Gesellschaft zusätzliche Aktien der Gesellschaft an die Investoren ausgegeben, um sie für den resultierenden Schaden zu entschädigen.[71] Dabei gilt es aus Sicht der Investoren zu beachten, dass ein Compensatory Capital Increase keinen ausreichenden Schutz bietet, falls eine gravierende Verletzung der Zusicherungen eintritt, welche dazu führt, dass das Unternehmen für die Investoren faktisch keinen Wert mehr hat.[72] Wenn die Bewertung einer Gesellschaft völlig einbricht, dann erhalten die Investoren auch durch die Zuteilung von zusätzlichen Aktien im Rahmen eines Compensatory Capital Increase keine adäquate Entschädigung für ihre ursprüngliche Investition. In der Praxis ist daher die Aufklärung der involvierten Parteien, ob auf Seiten der Gesellschaft, der Gründer oder der Investoren, über die möglichen Folgen und Risiken bei einer Verletzung der Zusicherungen zentraler Bestandteil der Beratungstätigkeit bei Finanzierungsrunden.

Die Komplexität dieser Fragen zeigt auch, dass selbst bei Verwendung der SECA VC Model Documentation eine sorgfältige Ausarbeitung des Investment Agreement im Zusammenspiel zwischen den Zusicherungen und Rechtsbehelfen erforderlich ist. Nur so kann sichergestellt werden, dass ein gemeinsames Verständnis und eine klare Vereinbarung besteht, welche Partei bei einer Verletzung der Zusicherungen in welcher Form haftbar werden kann.

---

70 Vgl. auch Hanselmann/Schönenberger, 45.

71 Siehe unten II.2.b).

72 Vgl. auch Philippin/Loepfe, 301; Hanselmann/Schönenberger, 46 f.

b) «*Compensatory Capital Increase*»

aa) Funktionsweise

Das SECA Investment Agreement sieht neu auch einen Compensatory Capital Increase in folgenden zwei Konstellationen vor:

1. Bei einer Verletzung der Zusicherungen durch die Gesellschaft und einem daraus resultierenden Schaden der Investoren haben diese einen Anspruch auf Entschädigung durch einen Compensatory Capital Increase.
2. Das Gleiche gilt bei einer Verletzung der Zusicherungen durch die bestehenden Aktionäre oder die Gründer, sofern der Schaden durch diese Parteien nicht in bar entschädigt wird.[73]

Jeder betroffene Investor hat dabei das Recht, am Compensatory Capital Increase teilzunehmen, sofern er seine Teilnahme innert einer Frist von 30 Tagen ab Einladung bestätigt.[74] Die neu auszugebenden Vorzugsaktien werden dabei zum Nennwert gezeichnet, wobei dieser entweder vom betroffenen Investor, oder im Falle von Ziff. 2 oben, von den bestehenden Aktionären bzw. den Gründern, welche die Zusicherungen verletzt haben, zu leisten ist. Die Anzahl der zusätzlichen Vorzugsaktien bemisst sich dabei nach der reduzierten Bewertung, welche aus der «*pre-money valuation*» abzüglich des relevanten Schadens resultiert.[75]

Beim Compensatory Capital Increase erhalten die Investoren somit das Recht auf die Zeichnung von zusätzlichen Vorzugsaktien, um sie für die tiefere Bewertung des Unternehmens infolge des aus der Verletzung von Zusicherungen resultierenden Schadens zu entschädigen.[76] In der Lehre besteht Einigkeit, dass mangels Entschädigung in bar und daher mangels Mittelabfluss der Gesellschaft bei einem Compensatory Capital Increase keine Verletzung der Kapitalschutzvorschriften vorliegen kann.[77] Dieser Ansicht ist zuzustimmen. Ein Compensatory Capital Increase hat gerade keinen Mittelabfluss zur Folge, sondern führt zu einem Ausgleich der Beteiligung unter den Aktionären, bei welchem die Beteiligung der bestehenden Aktionäre verwässert wird.

Der Compensatory Capital Increase setzt daher auch die Mitwirkung der Aktionäre im Zeitpunkt des Eintritts eines Anspruchs voraus. Sämtliche be-

---

73 Vgl. SECA Investment Agreement, Ziff. 11.3(b)(ii), 23.
74 Vgl. SECA Investment Agreement, Ziff. 11.3(c), 23 f.
75 Vgl. SECA Investment Agreement, Ziff. 11.3(d), 24.
76 Vgl. zur Funktionsweise und Bestimmung der Anzahl Aktien, Toral/Jaccard, 273.
77 Philippin/Loepfe, 301; Toral/Jaccard, 273; Hanselmann/Schönenberger, 45.

stehenden Aktionäre müssen sich dazu verpflichten, (i) ihre Stimmrechte zugunsten eines zukünftigen Beschlusses der Generalversammlung über die Kapitalerhöhung zwecks Umsetzung des Compensatory Capital Increase zuzustimmen und (ii) auf ihre Bezugsrechte bei einer solchen Kapitalerhöhung zu verzichten, damit sämtliche zusätzlichen Aktien den betroffenen Investoren zugeteilt werden können.[78] Beim SECA Investment Agreement sind alle bestehenden Aktionäre konzeptionsgemäss auch Parteien des Investment Agreement. Falls dies nicht der Fall ist, muss die Verpflichtung zum Compensatory Capital Increase entweder im Aktionärbindungsvertrag oder in einer separaten Aktionärsverpflichtung gegenüber der Gesellschaft sichergestellt werden.[79]

Wie bereits erwähnt, erfolgt beim Compensatory Capital Increase die Ausgabe der zusätzlichen Aktien zum Nennwert. Gemäss dem SECA Investment Agreement ist dieser bei einer Verletzung der Zusicherungen durch die Gesellschaft von den betroffenen Investoren selbst zu leisten.[80] Es kann auch vereinbart werden, dass die Gesellschaft grundsätzlich Gratisaktien ausgeben soll, sofern sie über das notwendige frei verwendbare Eigenkapital dafür verfügt. Subsidiär haben dann die Investoren das Recht, die Aktien zum Nennwert zu zeichnen, falls keine Gratisaktien ausgegeben werden können.[81]

bb) Schranken

Der Compensatory Capital Increase wird aufgrund seiner Vorteile in der Praxis oft als die Lösung zumindest aus Sicht der Gesellschaft und der Gründer eingestuft.[82] Das Handelsgericht des Kantons Zürich hat mit seinem Urteil vom 21. August 2024 den Anwendungsbereich des Compensatory Capital Increase aber eingeschränkt.

Der dem Urteil zugrunde liegende Sachverhalt ist ein Fall der absichtlichen Täuschung. Die Gesellschaft und deren Gründerin haben dem Investor im Rahmen der Prüfung der Investition («*due diligence*») u.a. gefälschte Jahresrechnungen sowie frei erfundene Umsatz- und Gewinnzahlen vorgelegt. Das Handelsgericht kam daher zum Schluss, dass damit diverse Zusicherungen verletzt wurden.[83]

---

78 Vgl. SECA Investment Agreement, Ziff. 11.3(e), 24; Philippin/Loepfe, 300; Toral/Jaccard, 273 f.; Hanselmann/Schönenberger, 46.

79 Philippin/Loepfe, 300 f.

80 Vgl. SECA Investment Agreement, Ziff. 11.3(d), 21.

81 Philippin/Loepfe, 300; Toral/Jaccard, 273; Hanselmann/Schönenberger, 46.

82 Wenger/Speck, 188 («*eine der elegantesten Lösungen*»); Philippin/Loepfe, 301 («*besonders vorteilhaft*»).

83 HGer ZH HG240031-O E. 3.3.2.

In Bezug auf die kompensatorische Kapitalerhöhung hielt das Handelsgericht fest, dass es sich bei einer solchen Vereinbarung um eine Haftungsbeschränkung gemäss Art. 100 Abs. 1 OR handelt, weil diese eine Verschlechterung der Haftung der Investoren zur Folge hat. Das Handelsgericht begründete dies damit, dass bei einem Ausgleich durch zusätzliche Aktien in einem Startup diese *«in Bezug auf ihre Werthaltigkeit nicht mit der Kompensation durch eine Geldsumme gleichgesetzt werden»* können. Eine solche Haftungsbeschränkung sei daher bei rechtswidriger Absicht oder grober Fahrlässigkeit nichtig.[84]

Das Handelsgericht kam im vorliegenden Fall zum Schluss, dass die Gesellschaft die Zusicherungen bewusst und absichtlich verletzt hatte, um den Investor zu einer Investition in die Gesellschaft zu bewegen. Dementsprechend hat das Handelsgericht den vereinbarten Compensatory Capital Increase für ungültig erklärt. Zudem hielt das Handelsgericht fest, dass auch bei einer Anwendung von Art. 199 OR, ein arglistiges Verschweigen der Gesellschaft vorliegt und die Vereinbarung daher auch bei Anwendung kaufrechtlicher Bestimmungen ungültig ist.[85]

Investoren können daher selbst bei Vereinbarung eines Compensatory Capital Increase im Investment Agreement einen Schadenersatzanspruch in bar geltend machen, wenn sie nachweisen können, dass die geltend gemachte Verletzung der Zusicherungen auf eine absichtliche Täuschung zurückzuführen ist.

III. Shareholders Agreement

Das SECA Shareholders Agreement regelt die Rechte und Pflichten der Aktionäre untereinander sowie im Verhältnis zur Gesellschaft und legt die grundsätzlichen Regeln für die Führung der Gesellschaft fest.[86] Gemäss Konzeption des SECA Shareholders Agreement sind alle Aktionäre sowie die Gesellschaft selbst Parteien des Aktionärbindungsvertrags.

84 HGer ZH HG240031-O E. 3.3.3.
85 HGer ZH HG240031-O E. 3.3.3.
86 Vgl. SECA Shareholders Agreement, Präambel (D), 7.

1. Vertraulichkeit und Weitergabe von Informationen durch Mitglieder des Verwaltungsrats

a) Einsitz von Investorenvertretern im Verwaltungsrat

Ein in der Praxis besonders relevantes Thema ist die Frage, ob Vertreter von Venture Capital-Investoren im Verwaltungsrat der Gesellschaft vertrauliche Informationen, welche sie in ihrer Funktion als Mitglieder des Verwaltungsrats oder als «Beobachter» («*Board Observer*») erhalten, an den oder die Investoren weitergeben dürfen, welche sie für diese Funktion nominiert haben.

In der Praxis ist es üblich, dass Venture Capital-Investoren mit einer relevanten Beteiligung an der Gesellschaft entweder das Recht auf die Nominierung von einem oder mehreren Verwaltungsratsmitgliedern und/oder von einem Board Observer verlangen. Die Gewährung solcher Governance-Rechte ist oft ein zentraler Punkt in der Verhandlung des Aktionärbindungsvertrags. Solche Rechte sind deshalb das Ergebnis individueller Verhandlungen und hängen von verschiedenen Faktoren ab, wie der Aktionärsstruktur, der Höhe der Investition, der Rolle des Investors (z.B. «*Lead Investor*») bzw. die Zusammensetzung des Syndikats der Investoren und der Gesamtstruktur der Finanzierungsrunde.

aa) Mitglieder des Verwaltungsrats

Die Mitglieder des Verwaltungsrats sind bei Verwaltungsratsbeschlüssen stimmberechtigt. Mit Vorbehalt des Stichentscheids des Vorsitzenden gilt das Kopfstimmprinzip, d.h. jedes Mitglied des Verwaltungsrats hat eine Stimme.[87] Eine Stellvertretung bei der Stimmabgabe im Verwaltungsrat ist grundsätzlich unzulässig.[88] Jedes Verwaltungsratsmitglied hat gemäss Art. 715 OR das Recht, unter Angabe der Gründe vom Präsidenten des Verwaltungsrats die unverzügliche Einberufung einer Sitzung zu verlangen.

Die Mitglieder des Verwaltungsrats unterliegen bei der Ausübung ihrer Tätigkeit gemäss Art. 717 OR der Sorgfalts- und Treuepflicht sowie dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre. Zwecks Erfüllung ihrer Aufgaben haben sie das Recht auf Auskunft und Einsicht gemäss Art. 715a OR. Sie können grundsätzlich Auskunft über alle Angelegenheiten der Gesellschaft verlangen, wobei ein Zusammenhang zwischen der Auskunft und der Erfüllung der Auf-

---

87 Böckli, § 9 Rz. 174; Wernli, Art. 713, BSK OR II, Rz. 8.

88 Böckli, § 9 Rz. 176; Wernli, Art. 713, BSK OR II, Rz. 10; Forstmoser/Küchler, Aktienrecht, Art. 713 Rz. 7.

gaben des Verwaltungsrats verlangt wird.[89] In den Verwaltungsratssitzungen kommt jedem Mitglied ein umfassendes Auskunftsrecht zu, wobei alle mit der Geschäftsführung betrauten Personen zur Auskunft verpflichtet sind.[90] Ausserhalb von Verwaltungsratssitzungen kann jedes Mitglied Auskunft über den Geschäftsgang und mit Ermächtigung des Präsidenten des Verwaltungsrats über einzelne Geschäfte verlangen.[91] Das umfassende Auskunftsrecht jedes Verwaltungsratsmitglieds wird damit begründet, dass sie gemäss Art. 754 Abs. 1 OR bei Verletzung ihrer Pflichten sowohl der Gesellschaft als auch den Aktionären und Gesellschaftsgläubigern gegenüber für den daraus resultierenden Schaden verantwortlich und solidarisch haftbar sind (Art. 759 OR).[92]

bb) Beobachter im Verwaltungsrat («Board Observer»)

Im Gegensatz zu den Verwaltungsratsmitgliedern hat der Board Observer keine Organstellung. Das Recht auf Ernennung eines Board Observer wird in der Regel vertraglich im Aktionärbindungsvertrag geregelt. Dabei wird vereinbart, dass der Board Observer unter Vorbehalt von Interessenkonflikten berechtigt ist, ohne Stimmrecht an sämtlichen Sitzungen des Verwaltungsrats teilzunehmen und die gleichen Informationen wie die Mitglieder des Verwaltungsrats zu erhalten.[93]

Mangels Organstellung unterliegt der Board Observer nicht der Sorgfalts- und Treuepflicht oder der Gleichbehandlungspflicht gemäss Art. 717 OR. Der Board Observer kann aber gemäss Rechtsprechung des Bundesgerichts als faktisches Organ eingestuft werden und unterliegt damit der Verantwortlichkeit gemäss Art. 754 OR wie ein Mitglied des Verwaltungsrats, falls er die den tatsächlichen Organen vorbehaltenen Entscheide trifft oder die eigentliche Geschäftsführung besorgt und so die Willensbildung der Gesellschaft massgebend mitbestimmt.[94]

---

89 Art. 715a Abs. 1 OR; Wernli, Art. 715a, BSK OR II, Rz. 4; Stach, Art. 715a, OFK OR, Rz. 3, der von einem vernünftigen Zusammenhang spricht; ähnlich Böckli, § 9 Rz. 233; ebenfalls ähnlich Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz. 97 Fn 51 unter Hinweis auf das Rechtsmissbrauchsverbot; restriktiver Krneta, Rz. 975 m.w.H., der neben dem Zusammenhang mit der Aufgabenerfüllung zusätzlich verlangt, dass das Auskunftsbegehren einen wesentlichen Beitrag zur Zielerreichung leistet.

90 Wernli, Art. 715a, BSK OR II, Rz. 6 f.; von der Crone, Rz. 1388; Krneta, Rz. 993.

91 Vgl. Böckli, § 9 Rz. 270 ff.; von der Crone, Rz. 1389; Wernli, Art. 715a, BSK OR II, Rz. 9 ff.; Krneta, Rz. 995 ff.

92 Wernli, Art. 715a, BSK OR II, Rz. 3; vgl. hierzu ferner Böckli, § 9 Rz. 228, wonach nur ein informierter Verwaltungsrat verantwortlich handeln könne.

93 Vgl. SECA Shareholders Agreement, Ziff. 5.10, 12 f.; vgl. zudem Trippel, 99.

94 BGE 107 II 349 E. 5a; Gericke/Häusermann/Waller, Art. 754, BSK OR II, Rz. 5 m.w.H.; Gericke, Verwaltungsrat 159 f.

Da die Zulassung von Board Observer in die Kompetenz des Verwaltungsrats fällt und weitreichende haftungs- und gesellschaftsrechtliche Konsequenzen nach sich ziehen kann, wird eine entsprechende Regelung, einschliesslich der Rechte und Pflichten der Board Observer, üblicherweise auch im Organisationsreglement verankert.[95] Der Präsident des Verwaltungsrats kann aufgrund dieser Ermächtigung im Organisationsreglement die Board Observer zu den Sitzungen des Verwaltungsrats einladen.

cc) Zugang zu vertraulichen Informationen

Durch den Einsitz im Verwaltungsrat, entweder als Mitglied oder als Board Observer, erhalten die Vertreter der Venture Capital-Investoren Zugang zu vertraulichen Informationen der Gesellschaft. Dabei stehen in der Praxis folgende zwei Formen der Informationsbeschaffung im Vordergrund:

- In den Verwaltungsratssitzungen ist es üblich, dass die Geschäftsleitung den Mitgliedern des Verwaltungsrats sowie den Board Observer über die finanzielle Situation sowie den Geschäftsgang der Gesellschaft berichtet.
- Vor den Verwaltungsratssitzungen werden zu diesem Zweck den Mitgliedern des Verwaltungsrats sowie den Board Observer in der Regel der Entwurf der Präsentation der Geschäftsleitung sowie je nach Traktandum zusätzliche Materialien (wie Entwürfe von wichtigen Verträgen oder der Entwurf der Jahresrechnung) als sog. «*Board Package*» zur Vorbereitung der Sitzung elektronisch zur Verfügung gestellt.

b) Regelung in der SECA VC Model Documentation

Mit der 5. Auflage der SECA VC Model Documentation ist die Lücke in Bezug auf den Umgang und die Weitergabe von solchen vertraulichen Informationen der Gesellschaft durch die Mitglieder des Verwaltungsrats und allfällige Board Observer geschlossen worden.

Im SECA Shareholders Agreement ist neu der Grundsatz festgehalten, dass Mitglieder des Verwaltungsrats Zugang zu Informationen in Bezug auf die Gesellschaft haben sollen, wie dies für die Ausübung ihrer Pflichten erforderlich ist.[96] Diese Regelung im Einklang mit dem Informationsrecht der Verwaltungsratsmitglieder gemäss Aktienrecht stellt noch keine eigentliche Neuerung dar.

---

95 Vgl. SECA VC Model Documentation "large", 5th Edition, 2025, Board Regulations annotated (zit. SECA Board Regulations), Ziff. 3.9, 8 f.; Gericke, Verwaltungsrat, 159; Trippel, 100.

96 SECA Shareholders Agreement, Ziff. 5.11(a), 13: «*The Directors shall have access to information in respect of the Company as will be required from time to time to perform and discharge their duties as Directors.*»

Es bildet aber die Grundlage für die Bestimmung, wie die Mitglieder des Verwaltungsrats mit solchen Informationen in Anbetracht ihrer Pflichten gegenüber der Gesellschaft umgehen müssen.

Das SECA Shareholders Agreement sieht in der neuen Auflage vor, dass vertrauliche Informationen der Gesellschaft, welche Mitglieder des Verwaltungsrats und Board Observer in ihrer Funktion erhalten, auch von ihnen vertraulich zu behandeln sind. Im Sinne einer Ausnahme ist es ihnen aber erlaubt, solche Informationen unter gewissen Voraussetzungen mit den Investoren zu teilen, die sie nominiert haben.[97] Bei Verwendung dieser Klausel ist darauf zu achten, wie das Nominationsrecht im Shareholders Agreement geregelt ist. Während das Mitglied des Verwaltungsrats bzw. der Board Observer in der Regel ein Partner oder «*Principal*» eines Venture Capital-Investors ist, kann das Nominationsrecht allenfalls zugunsten einer Mehrheit der Investoren ausgestaltet sein, welche eine gewisse Kategorie von Aktien halten. Aus Sicht der Gesellschaft sollte in einem solchen Fall klar geregelt sein, welche Investoren bei der Ermächtigung zur Informationsweitergabe gemeint sind.

Gemäss dem SECA Shareholders Agreement dürfen vertrauliche Informationen nur zu folgenden Zwecken an den nominierenden Investor weitergegeben werden:

1. *Anforderungen des Venture Capital-Fonds*: Eine Weitergabe an den Investor ist zunächst zulässig, wenn diese im Einklang mit den Berichterstattungspflichten gemäss der für diesen Investor relevanten Fonds-Dokumentation erfolgt.[98] Damit soll es dem Venture Capital-Investor ermöglicht werden, seinen internen Berichterstattungspflichten gegenüber seinen Investoren nachzukommen.
2. *Information des Investors*: Der Vertreter im Verwaltungsrat darf vertrauliche Informationen zudem an den Investor weitergeben, sofern dies für den Investor erforderlich ist, um (1) die Gesellschaft zu beurteilen, (2) seine Aktionärsrechte auszuüben (einschliesslich der Rechte unter dem Aktionärbindungsvertrag) und (3) anstehende Angelegenheiten und Beschlüsse des Verwaltungsrats mit dem Vertreter zu besprechen.[99] Mit dieser Gruppe von Ausnahmen soll der Venture Capital-Investor in die Lage versetzt werden, um im Austausch mit dem Vertreter die Entwicklung der Gesellschaft und damit die Investition in die Gesellschaft zu überwachen.
3. *Zukünftige Investitionen des Investors*: Die Weitergabe von vertraulichen Informationen ist ebenfalls erlaubt, sofern sie dem Investor dazu dient,

97 SECA Shareholders Agreement, Ziff. 5.11(b), 13.
98 SECA Shareholders Agreement, Ziff. 5.11(b)(i), 13.
99 SECA Shareholders Agreement, Ziff. 5.11(b)(ii), 13.

eine weitere mögliche Investition in die Gesellschaft vorzubereiten und zu analysieren.[100]

4. *Ausstieg des Investors*: Schliesslich dürfen vertrauliche Informationen auch an den Investor weitergegeben werden, sofern dies für den Ausstieg des Investors erforderlich ist.[101] Dabei sind unterschiedliche Konstellationen denkbar, z.B. bei Vorliegen eines Angebots eines Käufers auf den Kauf aller Aktien der Gesellschaft, falls die Gesellschaft selbst einen strukturierten Prozess zum Verkauf durchführt oder falls der Investor seine Beteiligung an einen Dritten verkaufen möchte.

Im Verhältnis zwischen der Gesellschaft und dem Vertreter des Investors im Verwaltungsrat gilt es zu beachten, dass der Vertreter selbst nicht Partei des Aktionärbindungsvertrags ist. Auf Ebene des Verwaltungsrats wird daher die oben genannte Regelung neu auch im SECA Organisationsreglement verankert.[102]

Sämtliche Informationen, welche ein Vertreter im Verwaltungsrat an einen Investor weitergibt, unterliegen der Vertraulichkeitsverpflichtung der Investoren gemäss Ziff. 18.2 des SECA Shareholders Agreement. Der Investor ist daher direkt verpflichtet sämtliche vertrauliche Informationen, welcher er direkt von der Gesellschaft oder indirekt von seinem Vertreter im Verwaltungsrat erhält, vertraulich zu behandeln.

Schliesslich sei angemerkt, dass es andere Möglichkeiten gibt, um die Weitergabe vertraulicher Informationen durch Vertreter des Investors im Verwaltungsrat vertraglich zu regeln. Es ist z.B. möglich vorzusehen, dass Informationen nur im Einzelfall mit Zustimmung des Verwaltungsrats weitergegeben werden dürfen und dass die Gesellschaft anstelle des «*Board Package*» jeweils einen separaten Bericht für Investoren («*Investor Reporting Package*») erstellt, welcher keine sensitiven Informationen enthalten darf.[103] Dieser Bericht kann dann entweder von der Gesellschaft direkt dem Investor zugestellt werden oder dem Vertreter der Investoren im Verwaltungsrat wird die Weitergabe dieses Berichts durch den Verwaltungsrat erlaubt. Der offensichtliche Nachteil einer solchen Regelung ist, dass ein solches Vorgehen für die Gesellschaft und die Geschäftsleitung sehr aufwändig sein kann, wenn sie zusätzlich zu den Board Packages noch zensierte Investor Reporting Packages für jede Verwaltungsratssitzung erstellen müssen. Für kleinere Startups ist das in der Regel

100 SECA Shareholders Agreement, Ziff. 5.11(b)(iii), 13.
101 SECA Shareholders Agreement, Ziff. 5.11(b)(iv), 13.
102 SECA Board Regulations, Ziff. 3.7 Abs. 3, 8.
103 Vgl. auch SECA Shareholders Agreement, Rz. 19 zu Ziff. 5.11, 13.

mit einem unverhältnismässigem Aufwand verbunden, weil sie oft auch nicht über die dazu erforderliche Expertise verfügen.

c) Aktienrechtliche Prinzipien beim Umgang mit Informationen der Gesellschaft

Es stellt sich die Frage, wie diese Regelung in der SECA VC Model Documentation zur Weitergabe von vertraulichen Informationen durch die Vertreter der Investoren im Verwaltungsrat rechtlich einzuordnen ist, wenn diese durch die Mitglieder des Verwaltungsrats erfolgt.

aa) Pflichten des Verwaltungsrats

aaa) Geheimhaltungspflicht

Im Zentrum steht dabei die Treuepflicht der Mitglieder des Verwaltungsrats gemäss Art. 717 Abs. 1 OR, aus welcher eine Geheimhaltungspflicht gegenüber Dritten abgeleitet wird.[104] Diese Geheimhaltungspflicht gilt grundsätzlich auch gegenüber den Aktionären, da diese von Gesetzes wegen keine Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft haben und damit auch keiner Geheimhaltungspflicht unterliegen.[105]

Die Geheimhaltungspflicht umfasst grundsätzlich sämtliche vertraulichen Informationen der Gesellschaft, welche die Mitglieder des Verwaltungsrats in der Ausübung ihrer Funktion erhalten. Die Geheimhaltungspflicht beschränkt sich somit nicht nur auf eigentliche Geschäftsgeheimnisse, sondern umfasst grundsätzlich alle Informationen, die nicht zum Allgemeinwissen gehören. Massgebend für die Beurteilung, ob ein berechtigtes Geheimhaltungsinteresse der Gesellschaft und damit eine Geheimhaltungspflicht besteht, ist das Gesellschaftsinteresse.[106] Informationen über die strategische Planung, die Finanz- und Liquiditätslage, den Geschäftsgang, die Geschäftsbeziehungen (inkl. laufende Verhandlungen und Gespräche zu relevanten Projekten), das Know-how der Gesellschaft sowie der Inhalt von Sitzungsprotokollen des Verwaltungsrats und dessen Ausschüssen sind daher grundsätzlich als vertraulich einzustufen und unterliegen damit der Geheimhaltungspflicht.[107]

---

104 Böckli, § 9 Rz. 762; Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 20; Forstmoser/Küchler, ABV, Rz. 1479 f.; Bühler, Art. 717, ZK, Rz. 165 ff.

105 Forstmoser/Küchler, ABV, Rz. 1479.

106 Böckli, § 9 Rz. 762; Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 20b; Bühler, Art. 717, ZK, Rz. 167; Gericke, Verwaltungsrat, 150.

107 Vgl. Böckli, § 9 Rz. 762; Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 20b; Bühler, Art. 717, ZK, Rz. 167 für weitere Aufzählungen.

Der Verwaltungsrat als Organ ist in Bezug auf solche vertraulichen Informationen der Gesellschaft der oberste Geheimhaltungsträger und Geheimnisherr. Damit entscheidet der Verwaltungsrat, ob vertrauliche Informationen an Aktionäre und andere Dritte weitergegeben werden dürfen. Sofern die Weitergabe solcher Informationen dem Interesse der Gesellschaft dient und auf einem Reglement oder einer ausdrücklichen oder impliziten Regelung des Verwaltungsrats beruht, wird daher die Weitergabe gemäss h.L. als unproblematisch erachtet.[108] Vorbehalten bleiben absolute Geschäftsgeheimnisse, bei welchen die Gesellschaft gegenüber Dritten zur Geheimhaltung verpflichtet ist und daher für eine Weitergabe die Zustimmung der betroffenen Drittpartei erforderlich ist.[109]

Falls der Verwaltungsrat der Weitergabe von vertraulichen Informationen an Aktionäre zustimmt, sollte er angemessene Schutzmassnahmen für die Gesellschaft treffen und den Aktionären vertragliche Geheimhaltungspflichten auferlegen.[110] Eine solche Geheimhaltungspflicht beinhaltet grundsätzlich auch eine Regelung, zu welchen Zwecken der empfangende Aktionär die Informationen verwenden darf. Dabei kommen insbesondere die Überwachung des Investments sowie die Ausübung der dem Aktionär gesetzlich oder vertraglich zukommenden Kontrollrechte in Frage.[111]

bbb) Gleichbehandlungspflicht

Zudem ist der Grundsatz der relativen Gleichbehandlung der Aktionäre *«unter gleichen Voraussetzungen»* gemäss Art. 717 Abs. 2 OR zu beachten. Eine Ungleichbehandlung von Aktionären kann gerechtfertigt werden, sofern (i) das Gesellschaftsinteresse es verlangt, (ii) die Voraussetzungen des sachlichen Grundes, der Erforderlichkeit und des Verhältnismässigkeitsprinzips erfüllt sind und (iii) keine ungerechtfertigte Begünstigung oder Benachteiligung einer Aktionärsgruppe vorliegt.[112]

---

108 Böckli, § 9 Rz. 763; Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 20d; Bühler, Art. 717, ZK, Rz. 167 ff.

109 Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 20d; Bühler, Art. 717, ZK, Rz. 167.

110 Forstmoser/Küchler, ABV, 1480; Gericke, Verwaltungsrat, 153 f.; ebenso Forstmoser/Küchler, Vertreter, 61, die verlangen, dass Zusatzinformationen grundsätzlich allen Aktionären, die sich der Geheimhaltungspflicht unterziehen, in gleicher Weise zur Verfügung zu stellen sind.

111 Gericke, Verwaltungsrat, 153 f.

112 h.L. statt vieler Böckli, § 9 Rz. 732; Bühler, Art. 717, ZK, Rz. 254 f.; Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 23.

Es ist anerkannt, dass Aktionäre auf die Gleichbehandlung verzichten können.[113] Sofern alle Aktionäre im Rahmen eines Aktionärbindungsvertrags einer Regelung zustimmen, welche gewissen Aktionären direkt oder über deren Vertreter im Verwaltungsrat Zugang zu weitergehenden Informationen ermöglicht, erfolgt eine allfällige informationelle Ungleichbehandlung mit dem Einverständnis der benachteiligten Aktionäre.[114]

bb) Vertreter von beteiligten juristischen Personen im Verwaltungsrat

Die natürliche Person, welche für einen Venture Capital-Investor mit einem vertraglichen Nominationsrecht Einsitz im Verwaltungsrat nimmt oder als Board Observer den Sitzungen des Verwaltungsrats beiwohnt, ist in der Regel ein Partner, «*Principal*» oder anderweitiger Mitarbeitender des Venture Capital-Investors. Solche Mitglieder des Verwaltungsrats sind daher regelmässig auch die Vertreter einer juristischen Person oder Handelsgesellschaft im Sinne von Art. 707 Abs. 3 OR, welche an der Gesellschaft beteiligt ist.

Auch ein solcher Vertreter unterliegt grundsätzlich den gleichen Treue- und Sorgfaltspflichten wie jedes andere Mitglied des Verwaltungsrats.[115] Art. 707 Abs. 3 OR regelt lediglich die Wählbarkeit von Vertretern beteiligter juristischer Personen in den Verwaltungsrat, äussert sich aber nicht zur Frage, ob und in welchem Umfang ein solcher Vertreter vertrauliche Informationen an den von ihm vertretenen Aktionär weitergeben darf.

In der Botschaft zur Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts wurde im Zusammenhang mit Art. 707 OR eine grundsätzliche Zulässigkeit der Informationsweitergabe angenommen: «*Aus diesem Vertretungsverhältnis ergibt sich, dass die Vertreterin oder der Vertreter die Auftraggeberin über die Arbeit des Verwaltungsrats informieren darf*».[116] Indes liess das Bundesgericht eine restriktivere Haltung erkennen. Im Zusammenhang mit den Voraussetzungen der Sonderprüfung hielt es am Rande fest, dass die als Verwaltungsratsmitglied erlangten Informationen grundsätzlich der Geheimhaltungspflicht unterstehen und deren Weitergabe dem Grundsatz der informationsmässigen Gleichstellung aller Aktionäre widerspräche.[117] Auf die nachfolgend dargestellten Differenzierungen in der Lehre ging das Bundesgericht allerdings nicht ein.

---

113 Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 25; Bühler, Art. 717, ZK, Rz. 260.
114 Forstmoser/Küchler, ABV, Rz. 1482 ff.; Gericke, Verwaltungsrat, 154.
115 Watter/Dubs, 30 f.
116 BBl 2008 1589, 1685.
117 BGE 133 III 133 E. 3.3.

Die Frage, ob und in welchem Umfang der Vertreter im Verwaltungsrat Informationen an den vertretenen Aktionär weitergeben darf, ist in der Lehre umstritten. Die Lehre lässt sich im Wesentlichen in drei Positionen unterteilen.

- Nach der wohl herrschenden Auffassung besteht ein Informationsrecht des vertretenen Aktionärs, das sachlich auf das für die Weisungserteilung im Innenverhältnis Erforderliche beschränkt ist und nur gegenüber dem Verwaltungsrat der delegierenden Gesellschaft gelten soll, da dieser seinerseits der Geheimhaltungspflicht unterliege.[118] Verzichtet die delegierende Gesellschaft darauf, über Weisungen Einfluss auf die Geschäftsführung zu nehmen, entfällt auch die Erforderlichkeit für einen erweiterten Informationsfluss.[119]
- Nach restriktiverer Auffassung setzt ein Informationsrecht zunächst voraus, dass die delegierende Gesellschaft gegenüber ihrem Vertreter weisungsberechtigt ist, und beschränkt sich auch dann auf das für die Weisungserteilung sachlich Erforderliche. Selbst innerhalb dieses Rahmens bleibe die Informationsdurchlässigkeit entgegen der erstgenannten Auffassung jedoch grundsätzlich stark eingeschränkt, da die Geheimhaltungspflicht des Verwaltungsrats der delegierenden Gesellschaft nur im Interesse dieser Gesellschaft bestehe und einer eigennützigen Verwertung der erhaltenen Informationen nicht entgegenstehe.[120]
- Am restriktivsten ist schliesslich die Auffassung, wonach ein Informationsfluss vom Vertreter an den vertretenen Aktionär über das allgemeine Aktionärsrecht hinaus grundsätzlich unzulässig sei. Eine Ausnahme gelte nur, wenn der Verwaltungsrat, in dem der Vertreter Einsitz nimmt, diesen im Interesse der Gesellschaft von der Schweigepflicht entbunden hat oder ein Konzernverhältnis mit einer hundertprozentigen Tochtergesellschaft vorliegt.[121]

d) Würdigung der Regelung in der SECA VC Model Documentation

Die oben dargestellte Regelung in der SECA VC Model Documentation, welche es den Mitgliedern des Verwaltungsrats und den Board Observer erlaubt, vertrauliche Informationen unter gewissen Voraussetzungen an den sie nominie-

---

118 Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, § 28 Rz. 46; so auch Krneta, Rz. 148; Wenninger, 165 f.; wohl auch Watter/Dubs, 31 f.

119 Vgl. Krneta, Rz. 149.

120 Watter/Roth Pellanda, Art. 717, BSK OR II, Rz. 21.

121 Böckli, § 9 Rz. 818 und Rz. 598, letztere Stelle unter Hinweis auf den vorstehend besprochenen BGE 133 III 133.

renden Investor weiterzugeben[122], erfolgt im Einklang mit diesen aktienrechtlichen Grundsätzen:

- *Zustimmung aller Aktionäre*: Das SECA Shareholders Agreement beruht auf dem Konzept, dass alle Aktionäre der Gesellschaft auch Parteien des Aktionärbindungsvertrags sind. Kernpunkt der Regelung in Ziff. 5.11(b) des SECA Shareholders Agreement über die Weitergabe von Informationen an gewisse Investoren ist, dass alle Parteien des Aktionärbindungsvertrags (d.h. alle Aktionäre und die Gesellschaft) dieser Regelung ausdrücklich zustimmen. Ein Anspruch von Aktionären, welche keinen Vertreter im Verwaltungsrat haben, wegen Verletzung des Grundsatzes der Gleichbehandlung, ist deshalb infolge der Zustimmung ausgeschlossen.
- *Zuständigkeit und Kontrolle des Verwaltungsrats*: Die Regelung zur Weitergabe von vertraulichen Informationen ist auch in Ziff. 3.7 Abs. 3 des SECA Organisationsreglements verankert, welches vom Verwaltungsrat der Gesellschaft erlassen wird. Damit stimmt auch der Verwaltungsrat der Gesellschaft als Geheimnisherr der Weitergabe von Informationen durch die Vertreter im Verwaltungsrat im Grundsatz zu. Es kann daher keine Verletzung der Treuepflicht bzw. Geheimhaltungspflicht durch die handelnden Vertreter im Verwaltungsrat vorliegen, sofern sie und die empfangenden Investoren sich bei der Weitergabe der Informationen an die vereinbarten Zwecke halten. Zudem kann der Verwaltungsratspräsident zusammen mit der Geschäftsleitung die Weitergabe der Informationen über den Inhalt des Board Package, welches vor der Sitzung des Verwaltungsrats verteilt wird, kontrollieren. Bei besonders sensitiven Informationen sowie bei absoluten Geschäftsgeheimnissen kann es für eine Gesellschaft angebracht sein, diese nicht in die «*Preread*»-Materialien aufzunehmen, sondern diese anlässlich der Sitzung zu besprechen und die Anwesenden darauf hinzuweisen, dass diese Informationen nicht weitergegeben werden dürfen.
- *Geheimhaltungspflicht*: Die Weitergabe der vertraulichen Informationen ist durch die Vertraulichkeitsklausel in Ziff. 18.2 des SECA Shareholders Agreement geschützt, weil sich die empfangenden Investoren sowohl gegenüber der Gesellschaft als auch den anderen Aktionären zur vertraulichen Behandlung der Informationen verpflichten.

Die Weitergabe vertraulichen Informationen wird zudem sowohl im SECA Shareholders Agreement als auch im SECA Organisationsreglement auf bestimmte Zwecke beschränkt, die es den Investoren ermöglichen sollen, ihre Rechte und Pflichten wahrzunehmen. Selbst wenn nicht alle Aktionäre Parteien des Aktionärbindungsvertrags sind, lässt sich daher argumentieren, dass die Weitergabe der Informationen an die Investoren zu diesen bestimmten

122 Siehe oben Ziff. II.1.b).

Zwecken im Gesellschaftsinteresse liegt, ein sachlicher Grund besteht und das Verhältnismässigkeitsprinzip gewahrt ist, sofern die Investoren ihre Investition davon abhängig machen, dass ihnen ein Sitz im Verwaltungsrat eingeräumt wird und sie über diesen Zugang zu gewissen zusätzlichen Informationen erhalten.[123]

Abschliessend stellt sich die Frage, ob der Board Observer, der nicht den aktienrechtlichen Pflichten eines Verwaltungsratsmitglieds unterliegt, separat eine Geheimhaltungsvereinbarung zu unterzeichnen hat. Sowohl im SECA Shareholders Agreement als auch im SECA Organisationsreglement ist eine solche Geheimhaltungsvereinbarung als Option vorgesehen.[124] Zugleich sehen beide Dokumente vor, dass Informationen, die der Board Observer in seiner Funktion als Board Observer erhält, der Vertraulichkeitsklausel gemäss Ziff. 18.2 des SECA Shareholders Agreement bzw. Ziff. 6 des Organisationsreglements unterliegen.[125]

Beim SECA Shareholders Agreement handelt es sich dabei um eine vertragliche Pflicht des Aktionärs bzw. Investors, der berechtigt ist, einen Board Observer zu ernennen, da der Investor und nicht der Board Observer Partei des Aktionärbindungsvertrags ist. Der Investor hat deshalb sicherzustellen, dass auch der von ihm entsandte Board Observer die Geheimhaltungspflicht einhält.[126]

Der Board Observer, der an einer Sitzung des Verwaltungsrats teilnimmt, anerkennt durch seine Teilnahme, dass er dem Organisationsreglement der Gesellschaft untersteht, welches seine Teilnahme überhaupt erst zulässt. Damit unterliegt auch der Board Observer der Geheimhaltungspflicht gemäss dem Organisationsreglement. Eine separate Geheimhaltungsvereinbarung mit dem Board Observer, insbesondere wenn es sich dabei um einen Mitarbeitenden eines Investors handelt, ist daher nicht zwingend erforderlich. Sofern die Gesellschaft jedoch einen direkten Anspruch auf Geheimhaltung gegenüber dem Board Observer absichern möchte, namentlich wenn dieser im Verhältnis zum Investor als Berater oder sonstiger Dritten tätigt ist, bleibt eine Geheimhaltungsvereinbarung gleichwohl empfehlenswert.

---

123 Gericke, Verwaltungsrat, 151 und 154.

124 Vgl. SECA Shareholders Agreement, Ziff. 5.10(a), 12; SECA Board Regulations, Ziff. 3.9, 8 f.

125 SECA Shareholders Agreement, Ziff. 5.10(b) mit Verweis auf Ziff. 5.11 und 18.2, 12 f. und 42; SECA Board Regulations, Ziff. 3.9 letzter Satz mit Verweis auf Ziff. 6, 9 f.

126 Vgl. SECA Shareholders Agreement, Ziff. 18.2(a) letzter Satz, 43.

2. Exit-Klauseln im Hinblick auf einen Börsengang (IPO)

a) Börsengang als Exit-Szenario

Ein Börsengang der Gesellschaft («*Initial Public Offering*» oder «IPO») kann für Venture Capital-Investoren ein mögliches Ausstiegsszenario (Exit) aus ihrer Investition darstellen. Die Pflichten der Gesellschaft und der Aktionäre im Zusammenhang mit einem allfälligen künftigen IPO werden daher in der Regel im Aktionärbindungsvertrag geregelt. Für einen reibungslosen Börsengang ist die Gesellschaft bei dessen Vorbereitung auf die Mitwirkung der Aktionäre angewiesen. Die den IPO betreffenden Klauseln müssen entsprechend hinreichend klar und bestimmt sein, damit der IPO nicht durch einzelne Aktionäre verhindert oder verzögert werden kann.

Das SECA Shareholders Agreement enthält deshalb eine Reihe von Bestimmungen, die einen Börsengang ermöglichen sollen und auf welche nachfolgend eingegangen wird. Zudem verlangen Venture Capital-Investoren im Gegenzug gewisse Rechte im Zusammenhang mit einem Börsengang. Diese umfassen insbesondere:

- Vorrecht beim Verkauf von Aktien im IPO (Ziff. 12.2 SECA Shareholders Agreement): Falls das Angebot beim Börsengang neben dem Verkauf von neu ausgegebenen Aktien zwecks Finanzierung der Gesellschaft (sog. «*Primary Offering*») auch den Verkauf von bestehenden Aktien umfasst[127], erhalten die Inhaber von Vorzugsaktien (oder ggf. der höchsten Kategorie von Vorzugsaktien) das Recht, ihre Aktien vorrangig gegenüber den Inhabern von Stammaktien zu platzieren. Damit soll den Venture Capital-Investoren mit dem IPO ein vorzeitiger, zumindest teilweiser Exit ermöglicht werden.
- «*Registration Rights*» der Investoren (Ziff. 12.4 SECA Shareholders Agreement): Sofern ein IPO an einer Börse in den USA oder in einer anderen Jurisdiktion geplant ist, welche eine Registrierung der Aktien erfordert, damit diese nach dem IPO handelbar sind (sog. «*Registration*»), gewährt die Gesellschaft den Inhabern von Vorzugsaktien in der Regel sog. «*Registration Rights*». Diese Rechte sollen es den Venture Capital-Investoren ermöglichen, unter gewissen Umständen von der Gesellschaft die Registrierung der von ihnen gehaltenen Aktien (in den USA mit der US Securities and Ex-

127 Ein sog. «*Secondary Offering*» ist jedoch bei Gesellschaften, welche mit Venture Capital finanziert sind, der Ausnahmefall, da die Gesellschaft mit dem IPO sich in der Regel für die Weiterentwicklung des Geschäfts nach dem IPO ausreichend finanzieren muss. Dies gilt insbesondere für Gesellschaften wie Biotech-Unternehmen, welche zum Zeitpunkt des IPO in der Regel noch in der Entwicklungsphase sind und die Fortführung der klinischen Studien zu finanzieren haben. Vgl. auch Gericke, Vorzugsrechte, 142 f.

change Commission, SEC) zu verlangen. Für die Ausgestaltung der US Registration Rights werden üblicherweise US-Anwälte beigezogen.

b) Pflichtwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien

Aufgrund der Erwartungen des Kapitalmarkts ist die Kapitalstruktur der Gesellschaft bei einem IPO auf eine Einheitsaktie auszurichten. Das bedeutet, dass die Vorzugsaktien der Venture Capital-Investoren, welche in der Regel ein Vorrecht auf den Liquidationserlös und allenfalls ein Dividendenvorrecht vorsehen, durch Umwandlung in Stammaktien abgeschafft werden müssen.[128]

Das SECA Shareholders Agreement sieht vor, dass im Falle eines IPO auf Verlangen sämtliche Vorzugsaktien in Stammaktien in einem Verhältnis von 1 zu 1 umgewandelt werden müssen. Im Falle eines sog. «*Qualified IPO*»[129] kann dies von jedem Mitglied des Verwaltungsrats verlangt werden. Falls der IPO nicht die Kriterien eines «*Qualified IPO*» erfüllt, können die Investoren gemeinsam eine solche Pflichtwandlung verlangen.[130] Dabei handelt es sich um eine mögliche Regelung für die Pflichtwandlung im Falle eines IPO. In der Praxis wird die Pflichtwandlung auf Verlangen der Investoren anstelle eines Einstimmigkeitserfordernisses häufig an die Zustimmung von Investoren gebunden, welche gemeinsam eine qualifizierte Mehrheit der Vorzugsaktien halten.

Die Pflichtwandlung wird dadurch abgesichert, dass sich alle Aktionäre verpflichten, den notwendigen Beschlüssen für die Umwandlung der Vorzugsaktien in Stammaktien (einschliesslich Statutenänderungen) zuzustimmen.[131] Von Gesetzes wegen kann der Beschluss der Generalversammlung zur Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien mit der Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen gefasst werden, da Art. 704 OR keine qualifizierte Mehrheit erfordert.[132] In der Praxis ist es jedoch bei Venture Capital finanzierten Gesellschaften üblich, dass für den Umwandlungsbeschluss in den Statuten eine qualifizierte Mehrheit der Aktienstimmen, oft verbunden mit einer bestimmten Mehrheit der Vorzugsaktien, vorgesehen wird.[133] Technisch erfolgt die Umwandlung im Verhältnis von 1 zu 1 ohne Änderung der Nennwertstücke-

---

128 Vgl. auch Gericke, Vorzugsrechte, 118.

129 Siehe dazu unten III.2.c).

130 SECA Shareholders Agreement, Ziff. 11.2(a), 24.

131 SECA Shareholders Agreement, Ziff. 11.3, 24. Zur Möglichkeit einer automatischen Pflichtwandlung bei IPO in den Statuten ohne Generalversammlungsbeschluss, vgl. Bahar/Peyer, Art. 654-656, ZK, Rz. 69; Gericke, Vorzugsrechte, 119 ff.

132 Bahar/Peyer, Art. 654-656, ZK, Rz. 68 mit Verweis auf Rz. 51 ff.; Gericke, Vorzugsrechte, 119.

133 Vgl. SECA VC Model Documentation "large", 5th Edition, 2025, Articles of Association DE/EN annotated (zit. SECA Articles of Association), Artikel 15 Abs. 2 Ziff. 2, 13.

lung über eine Statutenänderung, mit welcher die Vorrechte der Vorzugsaktien sowie die Aktienkategorie Vorzugsaktien aufgehoben werden.[134] Die in der Lehre teilweise verlangte Grundlage in einer statutarischen Ermächtigungsklausel ist abzulehnen und wird auch von den Handelsregisterämtern nicht verlangt.[135] Zudem bedarf die Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien der Zustimmung der Sonderversammlung der betroffenen Vorzugsaktionäre gemäss Art. 654 Abs. 3 i.V.m. Abs. 2 OR, sofern die Statuten keine abweichende Regelung vorsehen.[136]

Da die Investoren mit der Wandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien ihre Vorrechte verlieren, möchten sie über den Aktionärbindungsvertrag sicherstellen, dass die Umwandlung zum spätestmöglichen Zeitpunkt erfolgt. Aus Sicht der Gesellschaft ist es hingegen wichtig, dass die neue Aktienkapitalstruktur, bestehend aus Einheitsaktien, im IPO-Prospekt dargestellt werden kann. Dementsprechend sieht das SECA Shareholders Agreement in Ziff. 11.2(a) in Bezug auf den Zeitpunkt der Wandlung zwei Optionen vor: (i) die Wandlung am letzten Werktag unmittelbar vor dem ersten Handelstag und (ii) die Wandlung vor Publikation des IPO-Prospekts. Da der Generalversammlungsbeschluss auf Umwandlung auch mit einer Bedingung gefasst werden kann, ist es möglich, diesen bereits vor der Prospektpublikation bedingt auf die Durchführung der IPO-Kapitalerhöhung zu fassen. Damit können sowohl den Interessen der Investoren als auch denjenigen der Gesellschaft Rechnung getragen werden. Zudem ist es üblich, dass die Parteien im Aktionärbindungsvertrag eine Rückabwicklungspflicht vereinbaren, wonach die Vorzugsaktienkapitalstruktur auf Verlangen eines Inhabers von Vorzugsaktien wieder herzustellen ist, falls der IPO nach dem Inkrafttreten des Wandlungsbeschlusses wider Erwarten nicht durchgeführt wird.[137]

---

134 Bahar/Peyer, Art. 654-656, ZK, Rz. 66; Gericke, Vorzugsrechte, 119.

135 Bahar/Peyer, Art. 654-656, ZK, Rz. 68 mit Verweis auf Rz. 50, wonach Art. 654 Abs. 1 OR eine Umwandlung «auf dem Wege der Statutenänderung» ausdrücklich vorsieht und gemäss Art. 654 Abs. 3 OR auch bei der Aufhebung von Vorrechten Anwendung findet; a.M. Liebi, Art. 654-656, BSK OR II, Rz. 73 ff., der eine statutarische Ermächtigungsklausel verlangt, sofern nicht alle Aktionäre von der Aufhebungshandlung gleichermassen betroffen sind.

136 Liebi, Art. 654-656, BSK OR II, Rz. 75; Bahar/Peyer, Art. 654-656, ZK, Rz. 69; Gericke, Vorzugsrechte, 119.

137 Vgl. SECA Shareholders Agreement, Ziff. 11.2(b), 24. Bei einer bedingten Beschlussfassung ist das Risiko, dass der IPO nach der IPO-Kapitalerhöhung noch scheitert in der Praxis aber äusserst gering, da die IPO-Kapitalerhöhung mit der Preisfestsetzung nach dem Bookbuilding zeitlich abgestimmt ist.

c) Vertragliche Mitwirkungspflichten der Aktionäre bei einem Börsengang

Sofern ein IPO gewisse kommerzielle Kriterien erfüllt (ein sog. «*Qualified IPO*»), verpflichten sich die Aktionäre im SECA Shareholders Agreement, durch Ausübung ihrer Stimmrechte und Abgabe der erforderlichen Zustimmungserklärungen beim IPO mitzuwirken.[138] Im Rahmen der 5. Auflage der SECA VC Model Documentation wurden diese Mitwirkungspflichten weiter präzisiert:

- *Verzicht auf Bezugsrechte*: Jeder Aktionär verpflichtet sich, auf seine Bezugsrechte im Zusammenhang mit der für den IPO erforderlichen Kapitalerhöhung zu verzichten, und gibt bereits im Aktionärbindungsvertrag dafür eine Verzichtserklärung ab. Damit kann die IPO-Kapitalerhöhung ohne den Ausschluss der Bezugsrechte der bestehenden Aktionäre erfolgen und bedarf bei einer reinen Barliberierung gemäss Art. 652f Abs. 2 OR keiner Prüfungsbestätigung eines zugelassenen Revisors zum Kapitalerhöhungsbericht.
- *Erteilung einer Vollmacht für die Generalversammlung*: Jeder Aktionär verpflichtet sich zudem, eine Vollmacht zur Ausübung seiner Stimmrechte an der Generalversammlung gemäss den Anträgen des Verwaltungsrats abzugeben, um die IPO-Kapitalerhöhung sowie die weiteren Beschlüsse zur Umsetzung des IPO zu fassen. Neben der bereits oben erwähnten Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien geht es dabei insbesondere um Statutenänderungen, welche erforderlich sind, damit die Statuten den Anforderungen für eine Publikumsgesellschaft genügen, einschliesslich der (Wieder-)Einführung eines Kapitalbands und der Einführung oder Erhöhung von bedingtem Kapital für Mitarbeiterbeteiligungen und Finanzierungszwecke.

Die Definition des «*Qualified IPO*» ist ein kommerzieller Punkt und daher Verhandlungssache zwischen den Investoren und der Gesellschaft. In Ziff. 12.1(b)(ii) des SECA Shareholders Agreement wird auf den erwarteten Angebotspreis der Aktien beim Börsengang abgestellt. Zudem können weitere Kriterien vereinbart werden, wie die Kotierung an einer bestimmten Börse oder eine gewisse Mindesthöhe des Erlöses aus dem IPO für die Gesellschaft. Alternativ kann auch vereinbart werden, dass ein «*Qualified IPO*» vorliegt, sofern eine gewisse Mehrheit der Aktionäre (i.d.R. mit einer qualifizierten Mehrheit der Vorzugsaktien) den IPO verlangt.

---

138 SECA Shareholders Agreement, Ziff. 12.1(b), 25.

d) Lock-up Verpflichtung im Besonderen

Bei einem IPO ist es üblich, dass die Konsortialbanken («*Underwriters*») nicht nur von der Gesellschaft sowie den Mitgliedern des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung, sondern auch von den verkaufenden Aktionären sowie bestehenden Aktionären ab einer gewissen Beteiligungshöhe verlangen, dass sich diese zu einer Veräusserungssperre (sog. «*Lock-up*») verpflichten. Dabei verpflichten sich diese Parteien, für eine bestimmte Zeitperiode nach dem IPO (in der Regel zwischen sechs und zwölf Monaten) keine Aktien oder damit vergleichbare Instrumente zu veräussern. Die Lock-up Verpflichtung soll verhindern, dass der Aktienkurs nach dem IPO durch zusätzliche Verkäufe unter Druck gerät, und soll gegenüber dem Markt eine positive Signalwirkung hinsichtlich der Kursstabilität entfalten.[139]

Das SECA Shareholders Agreement sieht deshalb in Ziff. 12.3 vor, dass sich jeder Aktionär verpflichtet, eine separate Lock-up Vereinbarung mit den Konsortialbanken zu unterzeichnen. Diese Bestimmung wurde im Rahmen der 5. Auflage der SECA VC Model Documentation präzisiert, um den Entwicklungen am Kapitalmarkt Rechnung zu tragen. Einerseits wurde die Dauer der Lock-up Verpflichtung angepasst, da bei Aktionären eine Dauer von sechs Monaten bzw. 180 Tagen üblich ist, während von Mitgliedern des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung (inkl. Gründer) in der Regel eine Dauer von zwölf Monaten bzw. 360 Tage erwartet wird. Andererseits wurden die Voraussetzungen erweitert, unter denen die Aktionäre verpflichtet sind, eine Lock-up Verpflichtung einzugehen. Eine solche muss neu nicht nur dann unterzeichnet werden, wenn dies von den Konsortialbanken oder dem anwendbaren Recht verlangt wird, sondern auch, wenn der Verwaltungsrat sie als notwendig erachtet und eine qualifizierte Mehrheit der Vorzugsaktionäre dem Lock-up zustimmt. Da der Kreis der Aktionäre, die eine Lock-up Verpflichtung eingehen müssen, häufig Gegenstand von Verhandlungen mit den Konsortialbanken ist, soll mit der neuen Regelung verhindert werden, dass sich Aktionäre mit dem Argument der Verpflichtung entziehen können, eine solche sei von den Konsortialbanken nicht verlangt worden.

IV. Ausblick

Wie diese ausgewählten Klauseln aus der SECA VC Model Documentation zeigen, bewegen sich die Parteien beim Abschluss von Investment Agreement und Shareholders Agreement in einem Spannungsfeld zwischen den Vorgaben

139 Waller, 235 ff.

des Schweizer Aktienrechts, den Interessen der verschiedenen Aktionärsgruppen und dem gemeinsamen Ziel, in einem sich stetig wandelnden Wirtschaftsumfeld langfristig einen erfolgreichen Exit zu erzielen.

Die Beratung bei Finanzierungsrunden erfordert daher Flexibilität und innovative Ansätze, um den Interessen aller Parteien angemessen Rechnung zu tragen. Startups sind aktive Nutzer des Schweizer Aktienrechts und wurden daher mit der Aktienrechtsrevision vor neue Herausforderungen gestellt. Dies verdeutlicht das Beispiel der Statutenpublizität bei der Verrechnungsliberierung, welche für Investoren teils unerwartet kam und die Gesellschaften bei der Finanzierung mit Wandeldarlehen unter Druck gesetzt hat. Für die Rechtsentwicklung und damit die weitere Förderung des Startup-Ökosystems in der Schweiz ist auch mehr als drei Jahre nach Inkrafttreten des neuen Aktienrechts ein konstruktiver Dialog mit dem EHRA, den kantonalen Handelsregisterämtern, den Notaren und den Steuerbehörden unabdingbar.

Aus Sicht der Working Group für die SECA VC Model Documentation gilt es, die Entwicklung der Vertragsbedingungen am Markt laufend zu verfolgen. Dank künstlicher Intelligenz können diese Vertragsbedingungen heute schneller und effizienter analysiert und ausgewertet werden. Berichte über die Entwicklung von Venture Capital-Finanzierungen in der Schweiz konzentrieren sich bisher auf das Volumen, die Anzahl Finanzierungsrunden sowie auf die geographische und sektorspezifische Aufteilung. Da Vertragsbedingungen vertraulich gehalten werden und daher nicht öffentlich zugänglich sind, bestehen bei einer inhaltlichen Analyse der Vertragsbedingungen nach wie vor Eintrittsbarrieren. Es wäre daher wünschenswert, über eine anonymisierte Sammlung solcher Vertragsdaten die Analyse von Finanzierungsrunden inhaltlich auszuweiten, um den Zugang für Startups, Gründer und Investoren über die SECA Model Documentation hinaus weiter zu erleichtern.

Literaturverzeichnis

Bahar Rashin/Peyer Martin, Art. XX, in: Handschin Lukas (Hrsg.), Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Allgemeine Bestimmungen, Art. 620-659b OR, 2. A., Zürich 2016, Rz. YY.

Bahar Rashin/Peyer Martin, Art. 680, in: Handschin Lukas/Jung Peter (Hrsg.), Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Rechte und Pflichten der Aktionäre, Art. 660-697m OR, 2. A., Zürich 2021, Rz. YY.

Barthold Beat M., Rechtliche Gestaltung alternativer Unternehmensfinanzierungen, Private Equity Finanzierungen im Trend, ST 10/2001, 879 ff.

Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 5. A., Zürich 2022. (zit. Böckli, Aktienrecht).

Bühler Christoph B., Art. 717, in: Handschin Lukas (Hrsg.), Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Generalversammlung und Verwaltungsrat, Mängel in der Organisation, Art. 698-726 und 731b OR, 3. A., Zürich 2018, Rz. YY.

Cramer Conradin, Art. XX, in: Handschin Lukas (Hrsg.), Zürcher Kommentar, Die Aktiengesellschaft, Allgemeine Bestimmungen, Art. 620-659b OR, 2. A., Zürich 2016, Rz. YY.

Forstmoser Peter/Küchler Marcel, «Vertreter» im Verwaltungsrat und ihr Recht auf Weitergabe von Informationen, in: Sethe et al. (Hrsg.), Kommunikation, Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag, Bern 2011, 35 ff. (zit. Forstmoser/Küchler, Vertreter).

Forstmoser Peter/Küchler Marcel, Aktionärbindungsverträge, Rechtliche Grundlagen und Umsetzung in der Praxis, Zürich 2015 (zit. Forstmoser/Küchler, ABV).

Forstmoser Peter/Küchler Marcel, Schweizerisches Aktienrecht 2020, Zürich 2021 (zit. Forstmoser/Küchler, Aktienrecht).

Forstmoser Peter/Meier-Hayoz Arthur/Nobel Peter, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996.

Frey Martin, Investment Agreement – Rechtsfragen und Ausgestaltung, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity, Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA Musterverträge), Zürich 2011, 31 ff.

Frick Jürg, Private Equity im Schweizer Recht, Diss. Zürich 2009.

Gerhard Frank, Private Investments in Public Equity (PIPE) – Ein Blick auf PIPE-Transaktionen in der Schweiz, GesKR 2006, 286 ff. (zit. Gerhard, PIPE 2006).

Gerhard Frank, Private Investments in Public Equity (PIPE) in der Schweiz, in: Reutter Thomas U./Werlen Thomas (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen V, Zürich 2010, 197 ff. (zit. Gerhard, PIPE 2010).

Gericke Dieter et al., Neues Aktienrecht: Tour d'Horizon, GesKR 2020, 323 ff.

Gericke Dieter, Entsandter Verwaltungsrat – Entsendender Fonds – Portfoliogesellschaft: Eine rechtliche Analyse des «Ménage à Trois», in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity IV, Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder, Zürich 2014, 125 ff. (zit. Gericke, Verwaltungsrat).

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/Häusermann Daniel/Waller Stefan, Art. XX, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), 6. A., Basel 2023, Rz. YY.

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. (zit. Gericke/Marti, KISS und SAFE).

Gericke Dieter/Marti Margrit, Nutzbarmachung des neuen Aktienrechts für Private Equity und Venture Capital, in: Gericke Dieter (Hrsg.), A wonderful world: Neue Möglichkeiten, neues Recht, neue Herausforderungen, Zürich 2022, 167 ff. (zit. Gericke/Marti, Neues Aktienrecht).

Gür Claudio/Domenig Benjamin, Convertible Loan Agreements und die Statutenpublizität nach Art. 634a Abs. 3 OR, GesKR 2023, 240 ff.

Hanselmann Petra/Schönenberger Yannic, Ausgewählte Themen im Investment Agreement und Shareholders Agreement, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten, Zürich 2024, 39 ff.

Kägi Urs/Zweifel Linus/Wüstiner Hanspeter, Art. XX, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), 6. A., Basel 2023, Rz. YY.

Krneta Georg, Praxiskommentar Verwaltungsrat, 2. A., Bern 2005.

Lambert Claude/Gericke Dieter, Art. XX, in: Kren Kostkiewicz Jolanta et al. (Hrsg.), Orell Füssli Kommentar, OR, Schweizerisches Obligationenrecht, 4. A., Zürich 2022, Rz. YY.

Liebi Martin, Art. XX, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), 6. A., Basel 2023, Rz. YY.

Philippin Edgar/Loepfe Nicolas, Zusicherungen und Garantien zugunsten von Investoren im Rahmen einer Finanzierungsrunde, SZW 2016, 295 ff.

Reutter Thomas/Hammer Annina, Lediglich «Punktuelle Anpassungen und Präzisierungen der Bestimmungen zum bedingten Kapital»? Bedingt zutreffend!, SZW 2021, 302 ff.

Schenker Franz/Meyer Manuel, Art. XX, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), 6. A., Basel 2023, Rz. YY.

Stach Patrick, Art. 715a, in: Kren Kostkiewicz Jolanta et al. (Hrsg.), Orell Füssli Kommentar, OR, Schweizerisches Obligationenrecht, 4. A., Zürich 2022, Rz. 3.

Toral Mehmet/Jaccard Michel, Indemnification mechanisms in equity investment agreements, GesKR 2021, 267 ff.

Trippel Michael, Mitwirkungsrechte von Investoren – Ausgestaltung von Quoren in der Generalversammlung und im Verwaltungsrat, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity, Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital Investments (auf Grundlage der SECA-Musterverträge), Zürich 2011, 89 ff.

Vischer Markus, Alternativen zur Verrechnungsliberierung im Aktienrecht, SJZ 2025, 139 ff.

Vogel Alexander, Orell Füssli Kommentar, HRegV, Kommentar zur Handelsregisterverordnung, 2. A., Zürich 2023.

Vogt Hans-Ueli, Art. XX, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), 6. A., Basel 2023, Rz. YY.

von der Crone Hans Caspar, Aktienrecht, 2. A., Bern 2020.

Waller Stefan, Das Underwriting Agreement – Grundlagen der vertraglichen Regelung öffentlicher Aktienplatzierungen, Zürich 2010.

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

Watter Rolf/Roth Pellanda Katja, Art. 717, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), 6. A., Basel 2023, Rz. YY.

Wenger Christian/Speck Beat, Musterverträge SECA light – eine Diskussionsgrundlage, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity IV. Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder, Zürich 2014, 173 ff.

Wenninger Renate Melanie, Die aktienrechtliche Schweigepflicht, Diss. Zürich 1983.

Wernli Martin, Art. XX, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), 6. A., Basel 2023, Rz. YY.

Wyss Alexander, Finanzierung von Jungunternehmen, Der Beteiligungsvertrag (1. Teil), ST 6-7/2006, 423 ff.

Zindel Gaudenz G./Isler Peter, Art. XX, in: Watter Rolf/Vogt Hans-Ueli (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Privatrecht, Obligationenrecht II (Art. 530–964 OR), 6. A., Basel 2023, Rz. YY.

Mapping Contracts to Economic Outcomes Using AI: A Case Study in Legal Visualization

Isabelle Siegrist, Alexander Stremitzer, Elliott Ash*

Inhalt

I. The Disconnect Between Legal Syntax and Economic Reality 188

II. Literature Review 188
1. Contract Design and Contract Visualization 188
2. LLMs and AI in Legal Practice 190
3. The Economics of Venture Capital Contracts 191

III. LLM Approaches in Legal Practice: A Taxonomy 192
1. General-Purpose LLMs via Chat Interfaces 192
2. System Prompting and Domain Specialization 192
3. Purpose-Built Legal AI Tools 193
4. Choosing an Approach: Trade-Offs 193

IV. MoonAI: Architecture and Methodology 193
1. System Architecture 193
2. The System Prompt and Domain Knowledge 194
3. The SECA Data Room 194
4. Code Generation and Execution 195

V. Empirical Testing: Translating Text to Waterfall Visualizations 196
1. Methodology and Default Assumptions 196
2. Analysis of Company 1 (SECA 3 Template) 196
3. Analysis of Company 2 (SECA 5 Template) 196
4. Comparative Findings 197

VI. Conclusion and Strategic Value for Practitioners 198

VII. Acknowledgments 199

Literaturverzeichnis 199

* Isabelle Siegrist: Doctoral Researcher in ETH Zurich's Law, Economics and Data Science Group of Prof. Dr. Ash.Prof. Dr. Alexander Stremitzer: Professor of Law, Economics, and Business, ETH Zurich.Prof. Dr. Elliott Ash: Professor of Law, Economics, and Data Science, ETH Zurich.

I. The Disconnect Between Legal Syntax and Economic Reality

Legal language in venture capital is precise, but its economic implications are often opaque to founders and even seasoned dealmakers. A Shareholder Agreement (SHA) is written in words, but it fundamentally executes in numbers. This creates what we term an "Empty Hands" risk: a founder can own 20% of a company on paper, yet receive 0% of the exit proceeds in reality.[1]

We traditionally teach founders to negotiate the pre-money valuation, which is merely the visible tip of the iceberg. However, the hidden economic reality is determined by the mass below the surface: liquidation preferences, participation caps, cumulative dividends, and anti-dilution ratchets. As Gornall and Strebulaev have demonstrated, reported unicorn post-money valuations average 48% above fair value because they ignore these contractual mechanics, and common shares held by founders are on average 56% overvalued.[2]

This paper presents MoonAI, a tool developed at the ETH Center for Law & Economics that uses a large language model (LLM) integrated with a curated data room to translate dense shareholder agreements into executable financial models and exit waterfall visualizations. We situate this work at the intersection of three previously disconnected research traditions: legal design and contract visualization, LLM-assisted legal analysis, and venture capital contract economics.[3,4,5]

II. Literature Review

1. Contract Design and Contract Visualization

Contract design plays a critical role in aligning incentives and expectations among parties. It is not merely a matter of drafting legal provisions; rather, it involves structuring agreements so that parties can achieve their objectives without future friction—particularly the kind that arises when one party delays

1 Gornall/Strebulaev, 121 ff.
2 Gornall/Strebulaev, 135.
3 Passera, Beyond the Wall, 45 ff.
4 Hagan, 3 ff.
5 Onami et al., 6657 ff.

or strategically withholds performance.[6] In many cases, this process can be significantly enhanced through contract visualization. A growing body of research demonstrates that visual representations of contractual terms improve comprehension and usability, making agreements more accessible and reducing ambiguity.[7]

Empirical evidence increasingly supports this proposition. Research by Stefania Passera, including collaborations with Helena Haapio, shows that visualized contracts lead to superior comprehension in both speed and accuracy. In controlled experiments, approximately 62.5% of participants expressed a preference for contracts designed according to visual and user-centered principles over traditional legal text. Additional work by Passera, Kankaanranta, and Louhiala-Salminen further indicates that both native and non-native English speakers benefit significantly from the inclusion of diagrams in contractual documents.[8]

The theoretical foundations of this approach can be traced to the concept of "Next Generation Contracts," developed by Helena Haapio, which advocates a shift from contracts as purely legal instruments to user-friendly, business-enabling tools. Building on this framework, Berger-Walliser, Barton, and Haapio have connected visualization to legal design through the lens of Proactive Law, articulating a broader theoretical justification for visual contracts in commercial practice.[9]

More recently, efforts have been made to automate contract visualization. For instance, Onami et al. introduced *LegalViz*, a system that uses large language models to generate diagrams from legal text, supported by a dataset of over 7,000 document–diagram pairs across 23 languages. Earlier, Passera, Haapio, and Curtotti proposed prototype tools capable of visualizing contract clauses, including timelines and payment structures.[10]

In this article, we present a particularly powerful use case that extends this line of work. We describe the development of an AI-based tool that allows users to upload complex shareholder and investment agreements and automatically generate waterfall graphs illustrating how different stakeholders perform under varying exit scenarios.

---

6 This is the premise of a course, one of the authors, Alexander Stremitzer is currently teaching at ETH, University of Zurich, and the University of St. Gallen, <www.contractdesi-gnlab.com>.

7 Passera, Beyond the Wall, 45 ff.; Haapio/Passera, Contracts as Interfaces, 213 ff.

8 Passera, Beyond the Wall, 90 ff.; Passera/Kankaanranta/Louhiala-Salminen, 145 ff.

9 Haapio, Next Generation Contracts, 12 ff.; Berger-Walliser/Barton/Haapio, 347 ff.

10 Onami et al., 6657 ff.; Passera/Haapio/Curtotti, 443 ff.

This approach enables a deeper understanding of contractual dynamics by revealing critical zones of conflict among shareholders. These conflict zones, often implicit in traditional agreements, become visible and quantifiable, providing valuable input for optimizing contract design. By identifying and addressing potential pathologies ex ante, parties can structure agreements that reduce the likelihood of disputes and improve long-term cooperation.

2. LLMs and AI in Legal Practice

The capabilities of large language models in legal contexts have been evaluated extensively since 2022. Katz et al. demonstrated that GPT-4 passes the Uniform Bar Examination, scoring approximately 297 and exceeding the passing threshold for all US jurisdictions. Martinez subsequently offered a more cautious re-evaluation, placing GPT-4 at roughly the 68th percentile among general test-takers. Choi et al. found that ChatGPT scored an average C+ across law school examinations at the University of Minnesota.[11,12,13]

For contract review specifically, Martin et al. found that GPT-4 matched or exceeded human attorney accuracy, completing reviews in seconds at a 99.97% cost reduction over traditional methods. LegalBench, a collaboratively built benchmark with 162 legal reasoning tasks developed by Guha et al., provides a systematic framework for evaluating LLMs across legal domains. The CUAD dataset by Hendrycks et al., containing 510 contracts with over 13,000 annotations across 41 clause categories, further enables fine-grained performance assessment.[14,15,16]

Yet risks remain material. Dahl et al., in the first systematic study of legal hallucinations, found rates between 58% (GPT-4) and 88% (Llama 2) on verifiable legal questions. Even retrieval-augmented generation (RAG) based tools such as Lexis+ AI and Westlaw AI were found to hallucinate 17-33% of the time. The Mata v. Avianca case, in which attorneys were sanctioned for submitting fictitious cases fabricated by ChatGPT, illustrates the practical consequences.[17,18,19]

---

11 Katz/Bommarito/Gao/Arredondo, *passim*.
12 Martinez, 5 ff.
13 Choi/Hickman/Monahan/Schwarcz, ChatGPT Goes to Law School, 387 ff.
14 Martin et al., 10 ff.
15 Guha et al., 44123 ff.
16 Hendrycks et al., *passim*.
17 Dahl/Magesh/Suzgun/Ho, 64 ff.
18 Magesh et al., Hallucination-Free?, 1 ff.
19 Mata v. Avianca, Inc., 678 F. Supp. 3d 443 (S.D.N.Y. 2023).

3. The Economics of Venture Capital Contracts

The academic study of venture capital contracts is anchored by Kaplan and Stroemberg's seminal 2003 analysis of 213 investments, which showed how contracts separately allocate cash flow rights, voting rights, board rights, and liquidation rights. Building on Sahlman's foundational work on VC organizational structures and Gompers and Lerner's comprehensive treatment of the venture capital cycle, this literature has established that VC contracts are far more complex than simple equity allocations.[20,21,22]

The use of convertible securities, which creates the payout structures visualized by MoonAI, has been theoretically explained by Schmidt as an optimal mechanism for mitigating double moral hazard, and empirically analyzed by Hellmann with respect to participating preferred equity and automatic conversion. Bengtsson showed how covenants address conflicts arising from the debt-like features of preferred stock, and in joint work with Sensoy found that more experienced VCs require weaker downside protection while less experienced VCs demand stronger liquidation preferences.[23,24,25,26]

Most directly relevant to our work, Gornall and Strebulaev developed a valuation model demonstrating that ignoring liquidation preferences, ratchets, and seniority leads to systematic overvaluation of common shares. Ewens, Gorbenko, and Korteweg quantified the economic cost of contract terms to founders, finding that VCs use bargaining power to receive terms reducing founders' returns below the efficient level. For the Swiss context specifically, Kaplan, Martel, and Stroemberg's cross-country study of 23 non-US countries is instructive: more experienced VCs implement US-style contracts regardless of legal regime, while Lerner and Schoar found that civil law nations (including Switzerland) tend toward different contractual structures than common law nations.[27,28,29,30]

---

20 Kaplan/Stroemberg, Financial Contracting, 282 ff.
21 Sahlman, 473 ff.
22 Gompers/Lerner, The Venture Capital Cycle, *passim*.
23 Schmidt, 1139 ff.
24 Hellmann, Convertible Securities, 652 ff.
25 Bengtsson, Covenants, 1926 ff.
26 Bengtsson/Sensoy, Investor Abilities, 477 ff.
27 Gornall/Strebulaev, 120 ff.
28 Ewens/Gorbenko/Korteweg, 131 ff.
29 Kaplan/Martel/Stroemberg, 273 ff.
30 Lerner/Schoar, 223 ff.

III. LLM Approaches in Legal Practice: A Taxonomy

Before describing MoonAI's specific approach, it is important to map the landscape of how LLMs are deployed in legal practice. Whalen has proposed a taxonomy along two axes: engagement with law and specificity of legal affordance, yielding four categories from generic technology to deep legal tech. Schwarcz et al. conducted the first randomized controlled trial comparing RAG-based legal AI with reasoning models, finding 38-115% productivity gains without increased hallucinations. We propose a simpler three-tier framework focused on the practitioner's decision.[31,32]

1. General-Purpose LLMs via Chat Interfaces

The simplest approach is to use a general-purpose LLM (such as ChatGPT, Claude, or Gemini) directly through its consumer chat interface. A lawyer might paste text from a shareholder agreement and ask the model to identify key terms. This approach is immediately accessible, requires no setup, and benefits from the model's broad training. However, it suffers from critical limitations: the model lacks domain-specific calibration, cannot process documents longer than its context window, provides no structured output format, and poses confidentiality risks when sensitive deal terms are submitted to third-party servers.

2. System Prompting and Domain Specialization

A more sophisticated yet easy to set up approach uses system prompting to specialize a general-purpose model for a particular legal domain. Yu, Quartey, and Schilder demonstrated that prompts derived from legal reasoning methods (such as IRAC) significantly improve LLM performance on legal tasks. Schwarcz and Choi's practical guide offers verification techniques for prompt-engineered legal LLM use. System prompting allows the practitioner to encode domain expertise, define output structures, and instruct the model on specific analytical frameworks. This is the part of the technique behind MoonAI's legal assistant module.[33,34]

---

31 Whalen, 47 ff.

32 Schwarcz/Manning et al., AI-Powered Lawyering, 3 ff.

33 Yu/Quartey/Schilder, 13582 ff.

34 Schwarcz/Choi, AI Tools for Lawyers, 8 ff.

3. Purpose-Built Legal AI Tools

The third tier comprises dedicated legal technology platforms that integrate LLMs within purpose-built infrastructure. Products such as Harvey (general legal AI), CoCounsel by Thomson Reuters (legal research), Luminance (contract review), and DeepJudge (Swiss legal research) each embed an LLM within a domain-specific architecture including curated knowledge bases, retrieval-augmented generation pipelines, and structured output layers. The global legal AI market, valued at USD 1.45 billion in 2024, is projected to reach USD 3.90 billion by 2030. In Switzerland specifically, the legal tech ecosystem includes tools such as Omnilex and Ailegis for AI-supported legal research.[35,36]

4. Choosing an Approach: Trade-Offs

The choice between these tiers involves trade-offs across accuracy, domain specificity, data governance, and auditability. General-purpose LLMs maximize accessibility but minimize reliability for specialized tasks. System prompting adds domain expertise at the cost of requiring technical sophistication from the user. Purpose-built tools offer the highest reliability and lowest hallucination rates but restrict flexibility. For the specific task of translating shareholder agreements into financial models, we argue that a purpose-built tool combining domain-specialized system prompting with a curated data room and executable code generation offers the optimal balance. Flood and Goodenough's insight that financial contracts follow state-transition logic formalizable as deterministic finite automata provides the theoretical justification for this approach.[37,38]

IV. MoonAI: Architecture and Methodology

1. System Architecture

MoonAI is a full-stack web application developed at the ETH Center for Law & Economics. The frontend is built with React 18 and TypeScript; the backend uses Django 4.2 with Django REST Framework. The primary LLM is OpenAI GPT-5.2, accessed via the Responses API (as opposed to the Chat Completions

35 See generally Grand View Research, Legal AI Market Report 2025.
36 Schwarcz/Manning et al., AI-Powered Lawyering, 12 ff.
37 Dahl/Magesh/Suzgun/Ho, 80 ff.
38 Flood/Goodenough, 391 ff.

API), which exposes explicit reasoning effort and verbosity controls better suited to multi-step financial analysis. Real-time token delivery is handled via Server-Sent Events (SSE), allowing the user to observe the model's output as it is generated.

The architecture is modular: while currently using GPT-5.2, the LLM layer can be replaced with any compatible model. The tool ships with two modes (a VC research mode for startup analysis and a legal mode for contract analysis), sharing a unified interface but using distinct backend pipelines.

2. The System Prompt and Domain Knowledge

What differentiates MoonAI from standard consumer AI is a structured system prompt of over 300 lines that encodes deep venture capital legal and financial knowledge. The system prompt instructs the model to produce six core deliverables when analyzing a shareholder agreement: (1) an exit waterfall graph implemented as executable Python/matplotlib code with fixed axes, one line per stakeholder; (2) a pre-exit cap table showing fully diluted ownership; (3) consolidated key terms, including a side-by-side comparison matrix when multiple documents are uploaded; (4) founder negotiation priorities ranked by economic impact; (5) counterfactual analysis modeling alternative scenarios; and (6) strategic negotiation advice.[39]

The contractual terms the system prompt is calibrated to identify and model include: ESOP sizing and top-up conditions, liquidation and dividend preferences (participating vs. non-participating, capped vs. uncapped, seniority stacking), preference multiples, subscription and pre-emptive rights, anti-dilution protection (full ratchet, narrow-based and broad-based weighted average), and pay-to-play conditions.

3. The SECA Data Room

The model draws from a curated data room containing reference materials essential to the Swiss VC context. These include the 3rd and 5th editions of the SECA (Swiss Private Equity & Corporate Finance Association) Model Shareholders Agreement, annotated by Homburger, as well as the 5th edition of the SECA Term Sheet. The data room further contains internal training documents explaining the functioning of liquidation preference and anti-

[39] See Section III.2. above on system prompting.

dilution adjustment clauses, and a conceptual overview of preference shares.[40,41]

Documents are ingested in two modes. In chat mode (ad-hoc upload), PDFs and DOCX files are extracted and injected directly into the LLM context, supporting up to 40,000 characters across three documents. In dataroom mode, documents are chunked, embedded using text-embedding-3-small (1,536 dimensions), and stored in PostgreSQL with pgvector. Retrieval uses Reciprocal Rank Fusion (RRF) combining semantic similarity search (HNSW index) with full-text keyword search (GIN index), supporting up to 150,000 characters across two documents. Every retrieved chunk includes filename, page number, and snippet, enabling the model to cite specific contract sections.

4. Code Generation and Execution

MoonAI's architecture does not merely extract text; it generates executable Python code implementing the financial mechanics of the analyzed contract. Following Surden's concept of "computable contracts," the system translates legal provisions into mathematical payout functions. The backend extracts code blocks from the LLM response via regex, validates that the code contains visualization markers (matplotlib, pandas), executes it in a sandboxed environment, and streams results (PNG graphs, XLSX data exports) to the frontend in real time.[42]

The financial logic implemented includes three core payout formulas. For non-participating preferred: Payout = MAX(Investment x Preference Multiple, Pro-Rata Share x Total Exit). For participating preferred (the "double dip"): Payout = (Investment x Preference Multiple) + ((Total Exit – Preference) x Pro-Rata Share). For capped participating preferred: Payout = MIN(Preference + Participation, Cap Multiple x Investment). Anti-dilution adjustments are modeled for full ratchet, broad-based weighted average, and narrow-based weighted average mechanisms.

---

40 SECA, VC Model Documentation, Shareholders Agreement, 3. A., Zug 2018.

41 SECA, VC Model Documentation, Shareholders Agreement, 5. A., Zug 2023.

42 Surden, Computable Contracts, 629 ff.

V. Empirical Testing: Translating Text to Waterfall Visualizations

1. Methodology and Default Assumptions

To validate the tool, we analyzed two anonymized, real-world shareholder agreements. Because the provided contracts had their economic details redacted, we utilized a set of default financing assumptions to run the simulations: 100,000 pre-Series A shares; an ESOP pool of 15,000 options; a Series A investment of CHF 15M at CHF 10M pre-money (40% ownership); a Series B investment of CHF 30M; and up-round and down-round pre-money valuations of CHF 40M and CHF 15M respectively, with Series B senior to Series A.[43]

2. Analysis of Company 1 (SECA 3 Template)

The first contract analyzed was based on the 3rd edition of the SECA Model Shareholders Agreement. When the model was instructed to analyze the agreement in both up-round and down-round scenarios, the generated waterfall graphs immediately visualized the stakeholder payouts. Under this specific agreement, founders only begin to earn money at exits of approximately CHF 50 million. In the down-round scenario, the slope of the founders' payout graph is noticeably smaller due to dilution. The model also flagged a distinct zone of conflict between Series A and Series B investors in the CHF 30-40 million exit range.

3. Analysis of Company 2 (SECA 5 Template)

The second contract, based on the 5th edition of the SECA Model Shareholders Agreement, proved significantly more founder-friendly. As visualized by the model, the payout function features a steeper slope, and there is no double dipping. At a CHF 200 million exit, founders receive CHF 20 million instead of CHF 17 million in a down-round scenario, and CHF 40 million instead of CHF 30 million in an up-round. However, the model identified different conflict zones: between CHF 50 and CHF 80 million, Series A investors become economically indifferent due to the "higher of" rule in the non-participating preferred structure.

[43] The contracts were anonymized and provided by Homburger, Zurich.

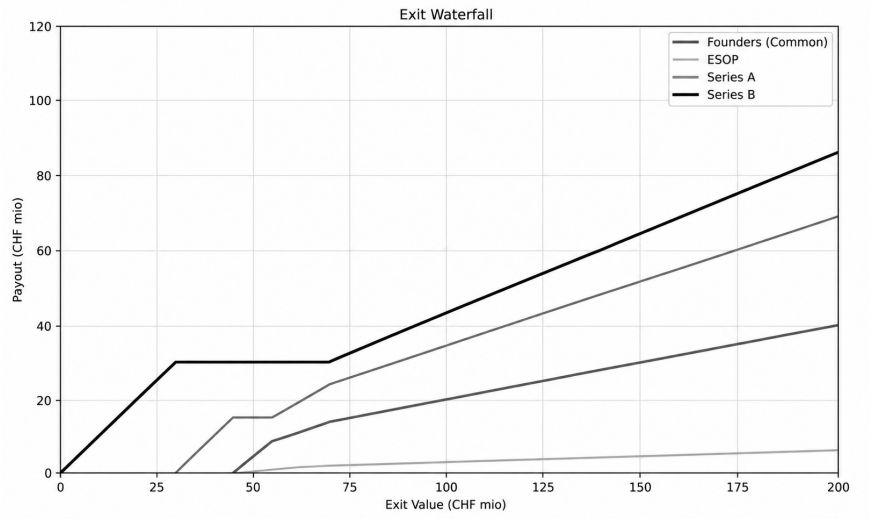


Fig. 1: Exit Waterfall — Up-Round Scenario (1× non-participating preferred, Series B senior)

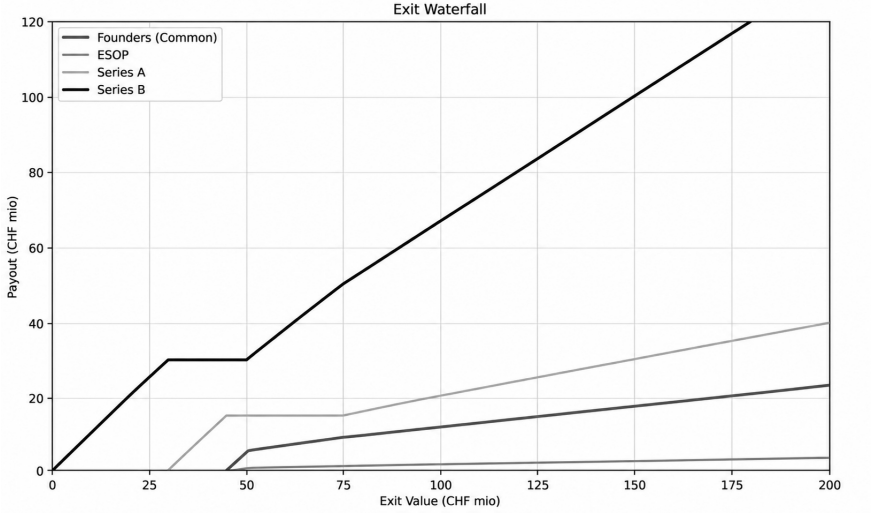


Fig. 2: Exit Waterfall — Down-Round Scenario (1× non-participating preferred, Series B senior)

4. Comparative Findings

The comparative analysis demonstrates a central finding: two contracts governing similar financing structures can produce dramatically different

economic outcomes. The SECA 3-based agreement's participating preferred structure allowed investors to "double dip," significantly reducing founder payouts at all exit levels. The SECA 5-based agreement's non-participating structure, by contrast, forced investors to choose between their preference and their pro-rata share, resulting in a fairer distribution. This difference is invisible in the legal text alone and only becomes apparent through the mathematical modeling that MoonAI performs, confirming Gornall and Strebulaev's empirical finding that traditional valuation methods systematically overstate founder economics.[44]

A task that normally takes an associate several hours of Excel modeling is completed by MoonAI in seconds. Counterfactual scenarios (e.g., "What if Series B is pari passu?" or "What if anti-dilution is broad-based weighted average instead of full ratchet?") can be modeled through single follow-up messages, enabling real-time negotiation support.

VI. Conclusion and Strategic Value for Practitioners

This paper has demonstrated that the combination of domain-specialized LLM system prompting, curated legal data rooms, and executable code generation can bridge the gap between legal syntax and economic reality in venture capital contracting. The MoonAI tool operationalizes what we call "Legal Visualization" in the financial contracting context: translating dense legal provisions (liquidation preferences, anti-dilution clauses, participation rights) into payout functions rendered as interactive waterfall graphs.

For private equity lawyers, this technology mitigates liability by instantly identifying hidden economic wipeouts that standard text reviews may miss. It elevates advisory services by moving the conversation from abstract legal terms to concrete client wealth and risk exposure. We note, however, that the tool is designed to augment, not replace, human legal judgment. The hallucination risks documented in the literature demand that any AI-generated analysis be verified by qualified counsel before reliance. Furthermore, as the EU AI Act classifies AI assistance in legal interpretation as a high-risk use case, developers and deployers of such tools must ensure compliance with the applicable regulatory framework.[45,46]

---

44 Gornall/Strebulaev, 135.

45 See Passera, Beyond the Wall, 90 ff.; Onami et al., 6657 ff.

46 Verordnung (EU) 2024/1689 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juni 2024 über harmonisierte Vorschriften für künstliche Intelligenz (KI-Verordnung), ABl L 1689 vom 12. Juli 2024.

Future research should focus on expanding MoonAI's capabilities to additional contract types (convertible loan agreements, SAFE notes), validating the accuracy of generated models against manually computed waterfalls across a larger sample, and exploring the integration of multi-jurisdictional legal frameworks.

The broader ambition is more transformative: to redefine the standard of legal advisory itself. In this vision, every shareholder agreement is accompanied by a transparent visualization of its economic consequences—eliminating hidden asymmetries, surfacing latent conflicts, and preventing the all-too-common pitfalls that turn promising deals into costly disputes.

VII. Acknowledgments

The authors wish to thank Ahmet Emre Belge for his outstanding scientific research assistance on this project.

Literaturverzeichnis

Bengtsson Ola, Covenants in Venture Capital Contracts, Management Science 2011, 1926 ff.

Bengtsson Ola/Sensoy Berk A., Changing the Nexus: The Evolution and Renegotiation of Venture Capital Contracts, Journal of Financial and Quantitative Analysis 2015, 349 ff.

Bengtsson Ola/Sensoy Berk A., Investor Abilities and Financial Contracting: Evidence from Venture Capital, Journal of Financial Intermediation 2011, 477 ff.

Berger-Walliser Gerlinde/Barton Thomas D./Haapio Helena, From Visualization to Legal Design: A Collaborative and Creative Process, American Business Law Journal 2017, 347 ff.

Brunschwig Colette R., Visual Law and Legal Design: Questions and Tentative Answers, Jusletter IT, 27. Mai 2021.

Brunschwig Colette R., Visualisierung von Rechtsnormen: Legal Design, Diss. Zuerich, Schulthess 2001.

Choi Jonathan H./Hickman Kristin E./Monahan Amy B./Schwarcz Daniel, ChatGPT Goes to Law School, Journal of Legal Education 2023, 387 ff.

Corrales Compagnucci Marcelo/Haapio Helena/Fenwick Mark (Hrsg.), Generative AI, Contracts, Law and Design, Heidelberg 2025.

Corrales Compagnucci Marcelo/Haapio Helena/Fenwick Mark (Hrsg.), Research Handbook on Contract Design, Cheltenham 2022.

Dahl Matthew/Magesh Varun/Suzgun Mirac/Ho Daniel E., Large Legal Fictions: Profiling Legal Hallucinations in Large Language Models, Journal of Legal Analysis 2024, 64 ff.

Ewens Michael/Gorbenko Alexander S./Korteweg Arthur, Venture Capital Contracts, Journal of Financial Economics 2022, 131 ff.

Flood Mark D./Goodenough Oliver R., Contract as Automaton: Representing a Simple Financial Agreement in Computational Form, Artificial Intelligence and Law 2022, 391 ff.

Gompers Paul A./Lerner Josh, The Venture Capital Cycle, 2. A., Cambridge MA 2004.

Gornall Will/Strebulaev Ilya A., Squaring Venture Capital Valuations with Reality, Journal of Financial Economics 2020, 120 ff.

Grand View Research, Legal AI Market Size, Share & Trends Analysis Report, 2025-2030, 2025.

Guha Neel et al., LegalBench: A Collaboratively Built Benchmark for Measuring Legal Reasoning in Large Language Models, NeurIPS 2023, 44123 ff.

Haapio Helena, Next Generation Contracts: A Paradigm Shift, Diss. University of Vaasa, 2013.

Haapio Helena/Passera Stefania, Contracts as Interfaces: Visual Representation Patterns in Contract Design, in: Katz/Dolin/Bommarito (Hrsg.), Legal Informatics, Cambridge 2021, 213 ff.

Hagan Margaret, Legal Design as a Thing: A Theory of Change and a Set of Methods to Craft a Human-Centered Legal System, Design Issues 2020, 3 ff.

Hellmann Thomas F., IPOs, Acquisitions, and the Use of Convertible Securities in Venture Capital, Journal of Financial Economics 2006, 649 ff. (zit. Hellmann, Convertible Securities).

Hendrycks Dan et al., CUAD: An Expert-Annotated NLP Dataset for Legal Contract Review, NeurIPS 2021.

Kaplan Steven N./Martel Frederic/Stroemberg Per, How Do Legal Differences and Experience Affect Financial Contracts?, Journal of Financial Intermediation 2007, 273 ff.

Kaplan Steven N./Stroemberg Per, Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, The Review of Economic Studies 2003, 281 ff. (zit. Kaplan/Stroemberg, Financial Contracting).

Katz Daniel Martin/Bommarito Michael James/Gao Shang/Arredondo Pablo, GPT-4 Passes the Bar Exam, Philosophical Transactions of the Royal Society A 2024.

Lerner Josh/Schoar Antoinette, Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions? The Contractual Channel in Private Equity, The Quarterly Journal of Economics 2005, 223 ff.

Magesh Varun et al., Hallucination-Free? Assessing the Reliability of Leading AI Legal Research Tools, Journal of Empirical Legal Studies 2025, 1 ff.

Martin Lauren/Whitehouse Nick/Yiu Stephanie/Catterson Lizzie/Perera Rivindu, Better Call GPT: Comparing Large Language Models Against Lawyers, arXiv:2401.16212, 2024.

Martinez Eric, Re-evaluating GPT-4's Bar Exam Performance, Artificial Intelligence and Law 2024.

Onami Eri/Miyanishi Taiki/Maeda Koki/Kurita Shuhei, LegalViz: Legal Text Visualization by Text To Diagram Generation, NAACL 2025, 6657 ff.

Passera Stefania, Beyond the Wall of Contract Text – Visualizing Contracts to Foster Understanding and Collaboration Within and Across Organizations, Diss. Aalto University, 2017 (zit. Passera, Beyond the Wall).

Passera Stefania/Haapio Helena/Curtotti Michael, Making the Meaning of Contracts Visible – Automating Contract Visualization, in: Schweighofer et al. (Hrsg.), Transparency, Proceedings IRIS 2014, Wien 2014, 443 ff.

Passera Stefania/Kankaanranta Anne/Louhiala-Salminen Leena, Diagrams in Contracts: Fostering Understanding in Global Business Communication, IEEE Transactions on Professional Communication 2017, 145 ff.

SECA, VC Model Documentation, Shareholders Agreement, 3. A., Zug 2018.

SECA, VC Model Documentation, Shareholders Agreement, 5. A., Zug.

Sahlman William A., The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations, Journal of Financial Economics 1990, 473 ff.

Schmidt Klaus M., Convertible Securities and Venture Capital Finance, The Journal of Finance 2003, 1139 ff.

Schwarcz Daniel/Choi Jonathan H., AI Tools for Lawyers: A Practical Guide, Minnesota Law Review Headnotes 2023 (zit. Schwarcz/Choi, AI Tools for Lawyers).

Schwarcz Daniel/Manning Sam et al., AI-Powered Lawyering: AI Reasoning Models, Retrieval Augmented Generation, and the Future of Legal Practice, SSRN 2025 (zit. Schwarcz/Manning et al., AI-Powered Lawyering).

Surden Harry, Computable Contracts, UC Davis Law Review 2012, 629 ff.

Whalen Ryan, Defining Legal Technology and Its Implications, International Journal of Law and Information Technology 2022, 47 ff.

Yu Fangyi/Quartey Lee/Schilder Frank, Exploring the Effectiveness of Prompt Engineering for Legal Reasoning Tasks, Findings of ACL 2023, 13582 ff.

Das Haftungsregime in Private-Equity-Transaktionen – Ausgewählte Themen und Fälle aus der Praxis

Pascal Honold, Elisha Odenheimer*

Inhalt

I. Einleitung 204

II. Zusicherungen und Gewährleistungen in Unternehmenskaufverträgen 206
1. Grundlagen 206
a) Funktion und Rechtsnatur 206
b) Abgrenzung 207
2. Zusicherungs- und Gewährleistungskatalog 208
a) Fundamental Representations 208
b) Ordinary Representations 210
c) Massgebender Zeitpunkt für die Zusicherung 211
d) Einschränkungen der Zusicherungen und Gewährleistungen 212
aa) Knowledge Qualifier 212
bb) Materiality (Wesentlichkeit) 213
cc) Disclosure Concept 214
aaa) General Disclosure 214
bbb) Specific Disclosure 215
3. Rechtsfolgen bei Verletzung von Zusicherungen und Gewährleistungen 216
a) Mängelrüge 216
b) Verjährung und Verwirkung 217
c) Rechtsbehelfe im Gewährleistungsfall 218
d) Betragsmässige Haftungsbeschränkungen 219

III. Schadloshaltungen und Garantien in Unternehmenskaufverträgen 220
1. Funktion 220
2. Rechtsnatur 221
a) Garantie 221
b) Schadloshaltungen 222

IV. Sicherung von Gewährleistungs- und Garantieansprüchen 223
1. Allgemeines 223

* Die Autoren danken Gian Müller, MLaw HSG, Substitut bei Wenger Vieli AG, für die Mitarbeit an diesem Aufsatz.

2. Kaufpreisrückbehalt 224
3. Bankgarantie 224
4. Escrow Account 225
5. Co-Obligor / Guarantor (mithaftende Vertragspartei) 225
6. Warranty & Indemnity Insurance 227

V. Use Case I – Kontrolle über Käufer-Ansprüche beim Einstieg eines Private-Equity-Funds 228
1. Ausgangslage 228
2. Erwerbsstruktur und haftungsrechtliches Problem 229
3. Vertragliche Absicherung 230

VI. Use Case II – Management-Reinvestment und Anspruchsdurchsetzung beim Einstieg eines Private-Equity-Funds 232
1. Ausgangslage 232
2. Zielkonflikt bei der Anspruchsdurchsetzung 233
3. Vertragliche Absicherung 235

VII. Use Case III – Exit-Szenario beim Verkauf durch einen Private-Equity-Fund 236
1. Ausgangslage vor dem Exit 236
2. Signing- und Post-Closing-Struktur 237
3. Vertragliche Absicherung 239

VIII. Schlussfolgerungen 240

Literaturverzeichnis 242

I. Einleitung

Unternehmenskäufe erfolgen in der schweizerischen M&A-Praxis regelmässig in Form des Erwerbs der Beteiligungsrechte einer juristischen Person. Rechtlich erwirbt der Käufer dabei nicht das Unternehmen selbst, sondern die Beteiligungsrechte der Zielgesellschaft (*Share Deal*). Aus wirtschaftlicher Sicht zielt die Transaktion jedoch auf die Übernahme des Unternehmens in seiner Gesamtheit, einschliesslich seiner Vermögenswerte, Vertragsbeziehungen, Risiken und Ertragskraft, welche mit dem Erwerb der Beteiligungsrechte indirekt auf den Käufer übergehen.

Die Grundlage des *Share Deals* bildet der Kaufvertrag, wobei die Bestimmungen des Fahrniskaufes nach Art. 187 ff. des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht; OR) massgebend sind, und zwar unabhängig davon, ob die Beteiligungsrechte der Unternehmensträgerin als Wertpapiere nach Art. 965 ff. OR, als Wertrechte nach Art. 973c OR oder Art. 973d OR oder als Bucheffekten im Sinne des Bucheffektengesetzes vom 3. Oktober 2008 (BEG) ausgegeben wer-

den.[1] Kaufgegenstand beim Gesellschaftskauf sind die Aktien einer Aktiengesellschaft (AG) oder Stammanteile einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), welche Trägerin des Unternehmens sind und das Unternehmen im rechtlichen Sinne verkörpern. Damit beziehen sich auch alle Rechtsgewährleistungen nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung auf die Aktien beziehungsweise Stammanteile der Zielgesellschaft.[2] In Bezug auf das Unternehmen selbst – im Sinne des operativen Betriebs – greifen die gesetzlichen Gewährleistungsregeln nach Art. 192 ff. OR mithin ins Leere. Dem Käufer steht meist nur eine Berufung auf den Grundlagenirrtum oder die absichtliche Täuschung nach Art. 24 Abs. 1 Ziff. 4 beziehungsweise Art. 28 OR zur Verfügung.[3] Für den Käufer führt dies zu einem unbefriedigenden Ergebnis, weil der wirtschaftliche Wert der Beteiligung gerade von den tatsächlichen und rechtlichen Verhältnissen des Unternehmens abhängt.[4]

In der Private-Equity-Transaktionspraxis haben sich standardmässig vertragliche Haftungsregime etabliert, weil die gesetzlichen Gewährleistungsregeln den komplexen Anforderungen von Unternehmenskäufen in aller Regel nicht genügen. Im Mittelpunkt stehen dabei Zusicherungen und Gewährleistungen (*Representations and Warranties*) sowie Schadloshaltungen (*Indemnities*), die eine interessengerechte Risikoverteilung zwischen den Parteien in Bezug auf die Zielgesellschaft ermöglichen. Die gesetzlichen Gewährleistungsregeln werden dabei, soweit zulässig, vertraglich ausgeschlossen.

In der Praxis beschränkt sich das vertragliche Haftungsregime bei Private-Equity-Transaktionen nicht nur auf die Frage, ob ein Anspruch materiellrechtlich besteht. Entscheidend ist ebenso dessen Durchsetzbarkeit, d.h. u.a., wer den Anspruch nach *Closing* kontrolliert, gegen wen er wirtschaftlich durchgesetzt werden kann, ob auf liquide Mittel zugegriffen werden kann und ob die gewählte Erwerbs- oder Exit-Struktur seine Durchsetzung faktisch erleichtert oder erschwert.

Die nachfolgenden Ausführungen widmen sich ausgewählten Aspekten dieses vertraglichen Haftungsregimes in Unternehmenskaufverträgen und gehen anhand von drei Praxisbeispielen[5] auf typische Herausforderungen bei Private-

---

1 Art. 187 ff. des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (Obligationenrecht, OR, SR 220); Zellweger-Gutknecht, Art. 197, BSK OR I, Rz. 10 f.

2 BGE 79 II 155 E. 3 S. 158 f.; BGE 107 II 419 E. 1 S. 422; Urteil des Bundesgerichts 4A_321/2012 vom 14. Januar 2013 E. 4.2.

3 Diem, 23.

4 Isler, 5.

5 Vgl. unten Kap. V.–VII.

Equity-Transaktionen in diesem Zusammenhang ein, wobei sich dieser Beitrag vornehmlich mit dem Hauptanwendungsfall, dem *Share Deal*, befasst.

II. Zusicherungen und Gewährleistungen in Unternehmenskaufverträgen

1. Grundlagen

a) Funktion und Rechtsnatur

Die Regelung der Gewährleistungen des Verkäufers ist das «Herzstück» des Unternehmenskaufvertrages und bildet regelmässig den Schwerpunkt der Vertragsverhandlungen zwischen den Parteien. Im Kern geht es um die Sachgewährleistung, mithin die Haftung des Verkäufers für Unternehmenseigenschaften.[6]

Durch die Abgabe von Zusicherungen gewährleistet der Verkäufer gegenüber dem Käufer, dass gewisse Unternehmenseigenschaften im Zeitpunkt des Vertragsschlusses sowie gegebenenfalls im Zeitpunkt des Vollzugs gegeben sind, und verpflichtet sich, für diese Eigenschaften einzustehen. Fehlt eine zugesicherte Eigenschaft, liegt ein rechtserheblicher Mangel vor.[7] Der Käufer wird dabei darauf bedacht sein, dass die aus seiner Sicht für den Erwerbsentscheid und die Kaufpreisbildung wesentlichen Eigenschaften der Zielgesellschaft zugesichert werden.[8] Er verfolgt das Ziel, sich gegen das inhärente Risiko abzusichern, dass das Zielunternehmen weniger wert ist, als dafür bezahlt wurde.[9]

An die Stelle der gesetzlichen Mängelhaftung tritt in der Vertragspraxis regelmässig ein umfassender Katalog von Zusicherungen und Gewährleistungen mit vertraglichen Rechtsbehelfen, im Rahmen derer der Verkäufer für die abgegebenen Zusicherungen und Gewährleistungen einzustehen hat. Im Ergebnis enthält der Vertrag unter Berücksichtigung der Erkenntnisse aus der Due Diligence eine möglichst umfassende Risikoallokation unter den Parteien – sowohl für unbekannte oder verschwiegene negative Umstände[10] als auch für

---

6 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 371; Hopt, 46; Schenker, 302 ff.; Peyer/Maurer, Rz. 8.275.

7 Zellweger-Gutknecht, Art. 197, BSK OR I, Rz. 34; Böckli, 88 f.

8 Schenker, 305.

9 Hopt, 46; Schenker, 302 ff.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 371; Peyer/Maurer, Rz. 8.275.

10 Sind bestimmte Risiken hingegen bereits bekannt und lassen sich diese mit hinreichender Sicherheit beziffern, werden sie nicht über Zusicherungen oder Gewährleistungen im Unternehmenskaufvertrag abgesichert, sondern fliessen unmittelbar als Preisabschlag in die Kaufpreisberechnung ein, Peyer/Maurer, Rz. 8.284.

nachteilige Entwicklungen zwischen Vertragsschluss und Vollzug – und damit ein planbares Haftungsregime.[11]

Der Zusicherungskatalog dient damit nicht nur der nachträglichen Haftungszuweisung, sondern wirkt bereits bei der Preisbildung: Je nachdem, welche Risiken der Verkäufer übernimmt oder ausschliesst, verändert sich auch die ökonomische Bewertung des Targets.

Da Zusicherungen und Gewährleistungen letztlich keiner bestimmten Form bedürfen, sind auch konkludente Zusicherungen und Gewährleistungen denkbar. Aus diesem Grund wird in der Praxis typischerweise eine Klausel in den Aktienkaufvertrag aufgenommen, wonach ausschliesslich die explizit abgegebenen Zusicherungen und Gewährleistungen massgebend sind und jegliche weitere ausgeschlossen werden (sog. *Exclusive Warranty*-Klausel).[12]

b) Abgrenzung

In einem ersten Schritt sind die gesetzlichen Gewährleistungen von den vertraglichen Zusicherungen zu unterscheiden. Nach der hier vertretenen Auffassung bilden die gesetzlichen Gewährleistungen nach Art. 197 OR das fundamentale Grundprinzip der Sachgewähr im Fahrniskaufrecht, wonach der Verkäufer dem Käufer dafür haftet, dass die Sache nicht körperliche oder rechtliche Mängel hat, die ihren Wert oder ihre Tauglichkeit zu dem vorausgesetzten Gebrauche aufheben oder erheblich mindern. Darüber hinaus haftet gemäss Art. 197 OR der Verkäufer dem Käufer für die zugesicherten Eigenschaften. Der gesetzliche Grundstandard der Gewährleistungen wird demnach durch die vertraglichen Zusicherungen ergänzt, welche vom Verkäufer und dem Käufer für den konkreten Anwendungsfall auf individueller Kaufvertragsbasis vereinbart werden. Im *Share Deal* ersetzen in aller Regel die vertraglichen Zusicherungen vollständig das dispositive Recht der gesetzlichen Sachgewährleistung.

Die vertraglichen Zusicherungen sind zudem von blossen Angaben abzugrenzen, die der Verkäufer im Rahmen des Verkaufsprozesses gegenüber dem Käufer macht (z.B. in Teasern, Unternehmenspräsentationen, Information Memoranda oder Exposés). Anders als Zusicherungen fehlt es solchen blossen Angaben am Verpflichtungswillen des Verkäufers, für diese verbindlich einzustehen. Ob im Streitfall eine Zusicherung oder eine blosse Angabe vorliegt, ist letztlich durch Auslegung der betroffenen Äusserung zu bestimmen.[13] Gleiches

11 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 371.
12 Diem, 25; Peyer/Maurer, Rz. 8.289.
13 Schenker, 305; Böckli, 87 f.

gilt für werbende Anpreisungen, etwa Aussagen über eine «starke Marktposition», «attraktive Wachstumsperspektiven» oder eine «gute Kundenbasis».[14] Abgrenzungsfragen werden in der Praxis dadurch entschärft, indem die entsprechenden Angaben und Anpreisungen mit Disclaimern versehen werden.[15]

2. Zusicherungs- und Gewährleistungskatalog

Der Katalog von Zusicherungen und Gewährleistungen im Unternehmenskaufvertrag enthält grundsätzlich Erklärungen des Verkäufers zu rechtlichen, finanziellen und operativen Aspekten der Zielgesellschaft. Es wird dabei zwischen fundamentalen Zusicherungen und Gewährleistungen (*Fundamental Representations*) und den übrigen Zusicherungen und Gewährleistungen (*Other Representations* oder *Ordinary Representations*) unterschieden.

Die Unterscheidung ist für die Vertragsparteien relevant, da die verschiedenen Kategorien von Zusicherungen und Gewährleistungen unterschiedlichen vertraglichen Gewährleistungsfristen und Haftungsbeschränkungen[16] unterworfen werden. So finden in aller Regel für die *Fundamental Representations* im Vergleich zu den *Ordinary Representations* u.a. längere Gewährleistungsfristen und höhere *Caps* Anwendung.

a) Fundamental Representations

Die fundamentalen Zusicherungen und Gewährleistungen umfassen in aller Regel diejenigen Themen, die für den Kaufentscheid des Käufers von – wie der Name sagt – fundamentaler Bedeutung sind, namentlich (i) das unbelastete und unbeschwerte Eigentum an den verkauften Aktien beziehungsweise Stammanteilen (*Title*), (ii) der Bestand und die ordnungsgemässe Organisation des Zielunternehmens (*Organisation*), sowie (iii) die Handlungsfähigkeit beziehungsweise Verfügungsbefugnis der Verkäufer (*Capacity*). In Spezialfällen, wo der Käufer ein besonderes Interesse oder Bedürfnis in Bezug auf die Zielgesellschaft geltend macht, die für ihn von zentraler Bedeutung für den Kaufentscheid sind, werden nach Vereinbarung zusätzliche *Fundamental Representations* (z.B. Immaterialgüterrecht oder Umwelt) in den Kaufvertrag aufgenommen.

Beispiel einer *Fundamental Representation*:

---

14 Zellweger-Gutknecht, Art. 197, BSK OR I, Rz. 27 ff. m.w.H.
15 Diem, 25.
16 Vgl. unten Kap. II.3.b) und II.3.d).

Title

Each Seller represents with respect to itself and its Shares solely and exclusively that it is the sole, unrestricted legal and beneficial owner of such number of Shares as set out in Annex 1 which are free and clear of any Lien. The Sellers are entitled to freely dispose the Shares.

Neither the Sellers, nor any of their Affiliates, nor any third party has any pre-emptive right, right of first refusal, subscription right, option right, conversion right or similar right with regard to the Shares.

Organization

The Company is duly incorporated, organized, validly existing and in good standing under the laws of Switzerland and has the full corporate power and authority to carry on its business as conducted at the date hereof, at Closing, as well as in the past 12 months prior to Closing. The Company is not subject to any bankruptcy or similar proceeding and, to Sellers' Best Knowledge, there are no circumstances that would justify any of the foregoing.

The Shares are validly issued, fully paid up to their par value and represent the entire share capital of the Company. There are no equity-linked securities outstanding obliging the Company to issue any shares. The Company is not a party to any corporate control/domination agreement, profit transfer agreement or any similar agreement.

The Company has not issued any physical share certificates.

Capacity

Each Seller represents with respect to itself and its Shares solely and exclusively that:

A) in case such Seller is an entity, it is duly incorporated, organized and validly existing under Swiss laws;

B) it is not over-indebted, insolvent or subject to any pending or threatened voluntary or involuntary decision, reorganizations, debt moratoria, bankruptcy or similar proceeding;

C) it has the right and capacity to execute this Agreement and to perform its obligations thereunder and this Agreement constitutes the valid and binding obligation of such Seller, enforceable against such Seller in accordance with its terms; and

D) the execution and consummation of this Agreement does not result in a breach of any (i) decision or decree of any court, arbitral tribunal or governmental authority applicable to such Seller or (ii) in case Seller is an entity, its constitutional documents.

Each Seller represents with respect to itself and its Shares solely and exclusively that there are no proceedings pending or threatened in writing against the Sellers or the Company before any court, arbitral tribunal or administrative board seeking to hinder the consummation of the Transaction.

b) Ordinary Representations

Die *Ordinary Representations* umfassen demgegenüber diejenigen Zusicherungen, welche die Kernelemente des operativen Geschäfts des Zielunternehmens und deren wichtigste Einflussfaktoren, insbesondere die Umsatz- und Ertragstreiber, betreffen.[17] Dies beinhaltet unter anderem Aussagen zu den Jahresabschlüssen (sog. *Financial Representations*), den Geschäftsbüchern, zu Arbeitnehmern und Pensionskasse, Steuern und Sozialversicherungen, Umwelt, den wesentlichen Verträgen, Immaterialgüterrechten, Rechtsstreitigkeiten und Compliance. Je nach Geschäftszweig, in der die Zielgesellschaft tätig ist, sind weitere sektorspezifische Zusicherungen notwendig. Ihr Schwerpunkt liegt damit bei Bewertungs- und Unternehmensrisiken.[18]

Da die Bilanz und die Erfolgsrechnung unmittelbar Einfluss auf die Bewertung der Zielgesellschaft beziehungsweise die Preisfestsetzung haben, gehören die *Financial Representations* zu den wichtigsten Zusicherungen des Unternehmenskaufvertrags.[19] Dabei wird zwischen der absoluten Bilanzgarantie (objektive Richtigkeit der Jahresabschlüsse, d.h. es gibt beispielsweise keine Verbindlichkeiten, die nicht in der Bilanz aufgeführt sind) und der relativen Bilanzgarantie (beschränkt auf die Übereinstimmung der Bücher mit bestimmten Rechnungslegungsvorschriften) unterschieden.[20] Liegt der Stichtag des Jahresabschlusses weit zurück, verliert dieser an Aussagekraft, da sich der tatsächliche Zustand der Zielgesellschaft zwischenzeitlich erheblich von den buchhalterischen Abbildungen entfernt haben kann. Empfehlenswert ist daher in solchen Fällen, zudem einen Zwischenabschluss zu verlangen und hierzu eine Zusicherung vorzusehen und/oder mittels Zusicherung festzuhalten, dass die Zielgesellschaft seit dem Bilanzstichtag bis zum Vollzug im Rahmen der ordentlichen Geschäftstätigkeit gemäss der bisherigen Praxis und im gewöhnlichen Geschäftsgang weitergeführt wurde.[21]

Aus Verkäufersicht sollte sodann im Rahmen der *Ordinary Representations* eine sog. *Catch-all*-Klausel vermieden werden, wonach zugesichert wird, dass alle dem Käufer im Datenraum offengelegten Informationen wahr, vollständig und nicht irreführend sind. Für den Verkäufer birgt sie nämlich das schwer überschaubare Risiko, dass die Klausel bei jeder behaupteten Abweichung des Ist- vom Soll-Zustand als Anspruchsgrundlage herangezogen wird. Entsprechend sind diese Klauseln in der Praxis primär noch in *Fire Sale*-Unterneh-

17 Diem, 26.
18 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 372; Schenker, 307 ff.; Peyer/Maurer, Rz. 8.296 ff.
19 Watter, 26.
20 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 372.
21 Schenker, 313 f.; Peyer/Maurer, Rz. 8.301 und 8.328.

menskaufverträgen anzutreffen, da sie ansonsten in einem Verkäufermarkt kaum am Verhandlungstisch durchsetzbar sind.[22]

c) Massgebender Zeitpunkt für die Zusicherung

Grundsätzlich beziehen sich Zusicherungen gemäss Art. 197 OR auf den Zeitpunkt des Gefahrenübergangs, der nach Art. 185 OR mangels anderslautender Vereinbarung mit dem Vertragsabschluss zusammenfällt. In der Praxis wird dieser Zeitpunkt in Unternehmenskaufverträgen jedoch meist auf den Vollzugszeitpunkt verschoben. Dies erscheint sachgerecht, da mit dem Vollzug auch Kontrolle und Verantwortung für das Unternehmen auf den Käufer übergehen; auf diese Weise wird sichergestellt, dass der Käufer genau den Gegenwert erhält, für den er den Kaufpreis entrichtet.[23]

Diese Verschiebung birgt für den Verkäufer das Risiko, für Mängel haften zu müssen, die zwischen Unterzeichnung und Vollzug entstehen und ihm bei Vertragsabschluss noch unbekannt waren. Dies gilt gleichwohl als sachgerecht, da der Verkäufer das Unternehmen bis zum Vollzug weiterführt und die massgeblichen Risiken steuern kann. Vom Prinzip, dass vertragliche Zusicherungen per Vollzugszeitpunkt gelten, bestehen indes einige Ausnahmen: Einerseits beziehen sich gewisse Zusicherungen ihrer Natur nach notwendigerweise auf einen früheren Stichtag, namentlich solche betreffend Bilanz und Erfolgsrechnung, die sich zwingend auf den jeweiligen Bilanzstichtag beziehen müssen. Andererseits beziehen sich Zusicherungen, die primär der vollständigen Information des Käufers dienen (z.B. über Arbeitnehmer oder gekündigte Verträge), häufig auf den Unterzeichnungszeitpunkt, da der Verkäufer nur bis zu diesem Zeitpunkt eine vollständige Information gewährleisten kann.[24]

Bisweilen sehen Verträge vor, dass die vertraglichen Zusicherungen sowohl für den Unterzeichnungs- als auch für den Vollzugszeitpunkt gelten. In einem solchen Fall kommt der Zusicherung zum Unterzeichnungszeitpunkt in aller Regel keine eigenständige Bedeutung zu: Wurde ein Mangel bis zum Vollzug behoben, erhält der Käufer ein mängelfreies Unternehmen und hat entsprechend keine Haftungsansprüche gegen den Verkäufer. Bei einer solchen Doppelung ist grundsätzlich der Zustand zum Vollzugszeitpunkt massgeblich.[25]

Die Zwischenphase zwischen *Signing* und *Closing* ist damit nicht bloss Wartezeit bis zum Vollzug, sondern ein eigenständiger Regelungsraum. Bring-down-

---

22 Diem, 27; Peyer/Maurer, Rz. 8.327.
23 Art. 185 Abs. 1 OR; Art. 197 Abs. 1 OR; Schenker, 306.
24 Schenker, 306 f.
25 Schenker, 307.

Mechanismen, Pre-closing Covenants und Closing Conditions entscheiden gemeinsam darüber, ob nachträgliche Verschlechterungen noch der Sphäre des Verkäufers oder bereits jener des Käufers zugewiesen werden.

d) Einschränkungen der Zusicherungen und Gewährleistungen

Die Zusicherungen und Gewährleistungen werden in der Praxis regelmässig nicht vorbehaltlos, sondern unter gewissen Einschränkungen und Qualifikationen abgegeben. Je nach Verhandlungsposition ist der Käufer gezwungen, mehr oder weniger weitgehende Einschränkungen hinzunehmen. Die Bereitschaft des Käufers, derartige Einschränkungen zu akzeptieren, hängt u.a. davon ab, ob der Verkäufer das Unternehmen selbst geführt hat und mit dessen Verhältnissen vertraut ist oder ob der Verkäufer beispielsweise als Private-Equity-Investor nicht direkt in das Tagesgeschäft der Zielgesellschaft involviert war, ist aber letztlich Verhandlungssache.[26]

aa) Knowledge Qualifier

Wissensvorbehalte (*Knowledge Qualifiers*) beschränken eine Zusicherung dahingehend, dass der Verkäufer nur dann für eine Zusicherung haftet, wenn ihm oder weiteren relevanten Personen (z.B. den Schlüsselmitarbeitern) der betreffende Sachverhalt «nach tatsächlichem Wissen» (*Actual Knowledge*) oder «nach bestem Wissen» (*Best Knowledge*) bekannt war. Das *Actual Knowledge* beschränkt sich dabei auf das aktuelle Wissen der betreffenden Personen, während das *Best Knowledge* den hypothetischen Kenntnisstand der betreffenden Personen, der das rechtlich zurechenbare Hätte-Wissen-Müssen bei zumutbarer, sorgfältiger Abklärung mitumfasst.[27]

Die Bedeutung der Qualifikation hängt somit von der Stellung und Funktion des Verkäufers ab. Bei einem Finanzinvestor, der nach einigen Jahren den Ausstieg sucht, hat sachlogisch ein anderer Wissensmassstab zu gelten als bei einem Unternehmenspatron, der die Zielgesellschaft seit ihrer Gründung führt.[28]

Bei Wissensvorbehalten stellt sich stets die Frage nach dem massgeblichen Wissensträger. Fehlt eine vertragliche Definition des relevanten Personenkreises, wird dem Verkäufer neben seinem eigenen Wissen und demjenigen seiner Organe auch das Wissen von angestellten sowie selbständig tätigen Hilfsper-

---

26 Peyer/Maurer, Rz. 8.337; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 374.
27 Peyer/Maurer, Rz. 8.338; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 374.
28 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 374.

sonen zugerechnet – namentlich Beratern und Vermittlern –, sofern diese mit der betreffenden Transaktion oder dem veräusserten Unternehmen befasst waren. Nicht zuzurechnen ist hingegen das Wissen der Organe und Mitarbeiter der veräusserten Zielgesellschaft, sofern diese im Verkaufsprozess nicht gleichzeitig als Hilfspersonen des Verkäufers auftraten.[29]

Im Falle einer Anspruchsdurchsetzung ist der Käufer bei Wissensvorbehalten gezwungen, das Wissen beziehungsweise das Hätte-Wissen-Müssen des Verkäufers nachzuweisen. Dies ist in der Praxis oft nur möglich, wenn anhand von Dokumenten belegt werden kann, dass eine relevante Person informiert war, oder derart starke Anhaltspunkte vorlagen, dass weitere Nachforschungen zwingend geboten gewesen wären, oder die Person aufgrund ihrer Funktion nach Massgabe der rechtlichen *Corporate Governance*-Regelung vom entsprechenden Sachverhalt Kenntnis hätte haben müssen.[30]

bb) Materiality (Wesentlichkeit)

Mit dem Wesentlichkeitsvorbehalt (*Materiality Qualifiers*) werden sodann gewisse Zusicherungen dahingehend eingeschränkt, dass eine bestimmte Eigenschaft lediglich als «im Wesentlichen» oder «soweit wesentlich» vorhanden zugesichert wird. Damit soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass sich gewisse Verletzungen von Zusicherungen nur unwesentlich auf den Wert der Zielgesellschaft auswirken würden.[31] Anlass für den *Materiality Qualifier* kann aber auch die faktische Unmöglichkeit des Verkäufers sein, gewisse Zusicherungen uneingeschränkt und mit absoluter Sicherheit abgeben zu können. Für solche Fälle vereinbaren die Parteien die *Materiality Qualifiers*, damit Bagatellfälle – etwa kleinere Verstösse gegen Gesetz, Verträge oder Bewilligungspflichten – keine Gewährleistungsansprüche auslösen.[32]

Inhärent ist dem Wesentlichkeitsvorbehalt die Frage, wann eine Abweichung vom Soll-Zustand als materiell zu gelten hat. Dies erfährt in Unternehmenskaufverträgen oftmals keine betragsmässige Konkretisierung. Entsprechend sind andere Anhaltspunkte im Vertrag als Auslegungshilfe heranzuziehen, etwa allenfalls vereinbarte Frei- und Schwellenbeträge (*De minimis* und *Basket*[33]).[34] Finden sich im Vertrag keine Hinweise, sind Abweichungen als wesentlich zu betrachten, wenn sie im Sinne von Art. 197 Abs. 1 OR «erheblich» sind –

---

29 Schenker, 339; Peyer/Maurer, Rz. 8.338; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 374.
30 Schenker, 340.
31 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 374; Diem, 28.
32 Schenker, 337 f.; Diem, 28.
33 Vgl. unten Kap. II.3.d).
34 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 374.

d.h., wenn bei Kenntnis des Mangels ein tieferer Kaufpreis vereinbart worden wäre. In der Praxis dürfte diese Schwelle regelmässig erst bei 1–3% des Kaufpreises erreicht sein.[35]

Der Zusatz der Wesentlichkeit verlagert somit eine Anspruchsprüfung von der blossen Unrichtigkeit einer Zusicherung auf die zusätzliche Wertung, ob die festgestellte Abweichung erheblich genug ist, um einen Haftungsfall zu begründen.

cc) Disclosure Concept

Gemäss Art. 200 Abs. 1 OR haftet der Verkäufer nicht für Mängel, die der Käufer zur Zeit des Kaufes gekannt hat, selbst wenn der Verkäufer eine entsprechende Zusicherung abgegeben hat. Aufgrund ihres dispositiven Charakters wird diese Bestimmung in der Praxis regelmässig wegbedungen und durch ein vertragliches Offenlegungskonzept ersetzt.[36] Dabei wird im Wesentlichen zwischen dem *General Disclosure*- und dem *Specific Disclosure*-Konzept unterschieden.

aaa) General Disclosure

Das verkäuferfreundliche Konzept des *General Disclosure* sieht vor, dass alle im Rahmen des Verkaufsprozesses dem Käufer in irgendeiner Weise offengelegten Informationen als bekannt gelten und damit die Haftung des Verkäufers ausschliessen. Damit gehen jedoch Beweisprobleme einher, wenn der Verkäufer im Anspruchsfall beweisen muss, ob er dem Käufer eine betreffende Information tatsächlich (evtl. auch mündlich) übermittelt hat. Wird im Rahmen der Transaktion eine Due Diligence durchgeführt, entspricht es daher im kontinentaleuropäischen Kontext der Norm, die Offenlegung auf Informationen zu beschränken, welche im Datenraum offengelegt worden sind.[37] Typischerweise werden daneben auch die im Unternehmenskaufvertrag selbst sowie in seinen Anhängen enthaltenen Informationen als offengelegt erfasst. Der Datenrauminhalt wird dem Unternehmenskaufvertrag auf einem Speichermedium beigelegt.

Zwecks Relativierung des *General Disclosure*-Konzepts vereinbaren die Parteien in der Praxis regelmässig, dass nur jene Informationen beziehungsweise Risiken die Haftung des Verkäufers ausschliessen, welche *fair*, d.h. in ange-

---

35 Schenker, 338.

36 Art. 200 Abs. 1 OR; Zellweger-Gutknecht, Art. 200, BSK OR I, Rz. 2 ff.; Schenker, 340; Diem, 31.

37 Schenker, 341 f.; Diem, 31 f.; Peyer/Maurer, Rz. 8.344-8.347; zur Offenlegung durch Vendor Due Diligence Reports, Fact Books und Disclosure Letters auch Hopt, 48 f.

messener Weise, offengelegt wurden (*Fairly Disclosed*).[38] Das Erfordernis der fairen Offenlegung setzt voraus, dass der Mangel als solcher aus den offengelegten Unterlagen erkennbar hervorgeht, mithin deutlich wird, dass das veräusserte Unternehmen vom vertraglich zugesicherten Zustand abweicht. Nicht ausreichend sind hingegen blosse Anhaltspunkte, die erst nach weitergehenden Recherchen auf einen Mangel schliessen lassen, ebenso wenig wie Informationen, die sich nur durch Verknüpfung verschiedener, isoliert betrachteter Dokumente erschliessen.[39] Der konkrete Massstab der erforderlichen Offenlegung wird im Unternehmenskaufvertrag meist definiert und erfahrungsgemäss intensiv ausgehandelt. Im Streitfall avanciert diese Frage regelmässig zum zentralen Streitpunkt.[40]

Eine Definition von *Fairly Disclosed* kann etwa wie folgt lauten:

> Fairly Disclosed shall mean the disclosure in the Disclosure Documents [i.e. the information available in the data room] of a fact, matter or circumstance in a manner which allowed an experienced business person, and therefore the Buyer and/or their advisers, to reasonably identify and assess the impact of such fact, matter or circumstance on the Group Companies without having to rely on additional inquiries.

bbb) Specific Disclosure

Demgegenüber bezweckt das käuferfreundliche Konzept des *Specific Disclosure*, dass nur diejenigen Mängel oder Risiken als offengelegt gelten, welche der Verkäufer im *Disclosure Letter* spezifisch aufführt. Die haftungsbefreiende Wirkung beschränkt sich damit auf die explizit benannten Tatbestände.[41] Gegenüber dem *General Disclosure* erweist sich dieses Konzept als transparenter, da es den Verkäufer anhält, sein Wissen aktiv einzusetzen und konkret offenzulegen, inwiefern die tatsächlichen Verhältnisse vom zugesicherten Zustand abweichen.

Die Verantwortung für eine vollständige und lückenlose Offenlegung sämtlicher Mängel trägt damit der Verkäufer.[42] Während ihn dies mit einem erheblich höheren Transaktionsaufwand belastet – er wird gewissermassen zu einer eigenen Due Diligence angehalten –, verschafft es dem Käufer den Vorteil, vor Vertragsschluss seine Erkenntnisse aus der Due Diligence mit den Offenlegun-

38 Diem, 31.
39 Schenker, 342.
40 Diem, 31.
41 Diem, 31 f.
42 Schenker, 343.

gen des Verkäufers abzugleichen und allfällige Risiken zu identifizieren und im Vertrag angemessen zu adressieren.[43]

Der Vorteil der *Specific Disclosure* liegt gerade darin, dass der Verkäufer die relevanten Abweichungen von den einzelnen Zusicherungen identifizieren und benennen muss. Der Käufer erhält damit nicht bloss Rohinformationen, sondern erkennt, für welches konkrete Risiko der Verkäufer keine Haftung übernimmt. Das erleichtert die Entscheidung, ob das entsprechende Risiko über den Kaufpreis oder eine Indemnity geregelt beziehungsweise vom Käufer selbst getragen werden soll.

3. Rechtsfolgen bei Verletzung von Zusicherungen und Gewährleistungen

a) Mängelrüge

Die dispositiven Prüfungs- und Rügeobliegenheiten nach Art. 201 Abs. 1 OR übertragen dem Käufer eine doppelte Handlungspflicht, sofern er seinen Haftungsanspruch gegenüber dem Verkäufer wahren will: Er hat die Beschaffenheit des Kaufgegenstands nach dem üblichen Geschäftsgang zu untersuchen und erkannte Mängel dem Verkäufer unverzüglich anzuzeigen. Kommt er dem nicht nach, gilt die Kaufsache nach Art. 201 Abs. 2 OR als genehmigt, sofern die Mängel bei einer ordnungsgemässen Untersuchung erkennbar gewesen wären. Angesichts der Komplexität des Kaufgegenstandes lassen sich diese strengen Anforderungen bei Unternehmenskäufen kaum sachgerecht erfüllen, weshalb die gesetzliche Regelung vertraglich regelmässig modifiziert wird.[44]

Üblich ist dabei, die Untersuchungsobliegenheit vollständig wegzubedingen und die Rügefrist zu verlängern. Letzteres kann durch eine eigenständige Fristverlängerung – etwa auf 60 Tage ab dem Zeitpunkt der Kenntnisnahme – oder durch Gleichsetzung der Rügefrist mit der Verjährungsfrist erreicht werden.[45] Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung genügt bei geschäftserfahrenen und anwaltlich vertretenen Parteien aufgrund einer Auslegung nach dem Vertrauensprinzip das Kennenmüssen bei pflichtgemässer Aufmerksamkeit zur Fristauslösung; einer tatsächlichen Kenntnisnahme bedarf es nur, soweit der Vertrag dies ausdrücklich vorsieht.[46]

---

43 Diem, 32.

44 Art. 201 Abs. 1 und 2 OR; Schenker, 332; Peyer/Maurer, Rz. 8.333.

45 Peyer/Maurer, Rz. 8.333.

46 BGer 4A_321/2012 E. 4.3.2; siehe dazu im Detail die Urteilsbesprechung in Wolf/Ehrsam, *passim*; Diem, 33.

Zu regeln ist in diesem Zusammenhang auch, welche Rechtsfolgen eine verspätete Untersuchung oder Rüge nach sich zieht. Denkbar ist einerseits eine Verwirkungsklausel, die bei Fristversäumnis zum vollständigen Anspruchsverlust führt. Sachgerechter – wenngleich käuferfreundlicher – erscheint demgegenüber eine Lösung, bei welcher der Anspruch dem Grunde nach erhalten bleibt, sich jedoch um den durch die Verspätung verursachten, zusätzlichen Schaden reduziert. Der Käufer verliert auf diese Weise lediglich den Ersatz desjenigen Schadens, der bei fristgerechter Rüge hätte abgewendet werden können, vorausgesetzt, der Mangel wird innerhalb der vertraglich vereinbarten Verjährungs- beziehungsweise Verwirkungsfrist geltend gemacht.[47]

Bei absichtlicher Täuschung durch den Verkäufer kann sich dieser nicht auf eine versäumte Prüfungs- oder Rügeobliegenheit des Käufers berufen (Art. 203 OR); eine Beschränkung der Gewährleistung aus diesem Grund scheidet in einem solchen Fall aus.[48]

b) Verjährung und Verwirkung

Ähnlich wie bei den Untersuchungs- und Rügeobliegenheiten begünstigt das dispositive Recht auch in Bezug auf die Verjährung tendenziell den Verkäufer: Gewährleistungsansprüche aus Fahrniskäufen verjähren bereits nach zwei Jahren (Art. 210 Abs. 1 OR).[49] Da diese Frist nicht zwingend ist, weichen die Parteien in der Praxis regelmässig davon ab und ersetzen sie durch eine massgeschneiderte vertragliche Regelung, die zwischen den einzelnen Kategorien von Zusicherungen und Gewährleistungen unterscheidet und jeweils angepasste Fristen festlegt. Dem Käufer ist dabei zu empfehlen, auf einer Mindestfrist von 18 Monaten zu bestehen, damit innerhalb der Verjährungsfrist zumindest ein vollständiger Geschäftszyklus – namentlich die Erstellung und Abnahme des Jahresabschlusses – abgewickelt werden kann;[50] das Bundesgericht lässt insoweit eine Verlängerung auf bis zu zehn Jahre zu.[51]

Fundamental Representations wie etwa die Zusicherung betreffend das Eigentum an den Aktien oder den Bestand der Zielgesellschaft werden in der Regel für zehn Jahre gewährleistet. Für Steuer-, Sozialversicherungs- und Umweltrisiken empfehlen sich darüber hinaus gesonderte Fristen, da sich derartige Ri-

47 Peyer/Maurer, Rz. 8.334.
48 Peyer/Maurer, Rz. 8.335.
49 Diem, 34.
50 Peyer/Maurer, Rz. 8.349.
51 BGE 132 III 226 E. 3.3.8 S. 240.

siken bis zum Ablauf der jeweils anwendbaren gesetzlichen Verjährungsfristen verwirklichen können.[52]

Der Verkäufer seinerseits hat ein Interesse daran, die vereinbarten Fristen ausdrücklich als Verwirkungsfrist auszugestalten, da diese – anders als eine Verjährungsfrist – keiner Unterbrechung zugänglich ist.[53]

c) Rechtsbehelfe im Gewährleistungsfall

Die gesetzlichen Rechtsbehelfe infolge einer Gewährleistungsverletzung (Wandlung, Minderung und Schadenersatz) werden im Unternehmenskaufvertrag regelmässig modifiziert und durch ein eigenständiges vertragliches Regime ersetzt. Die Wandlung, d.h. die vollständige Rückabwicklung des Kaufvertrags, wird dabei typischerweise gänzlich ausgeschlossen oder auf qualifizierte Gewährleistungsverletzungen beschränkt.[54] Als vertraglicher Rechtsbehelf wird grundsätzlich der Schadenersatz vorgesehen, welcher i.d.R. verschuldensunabhängig geleistet werden muss.[55] Vereinzelt wird dem Käufer das Recht eingeräumt, alternativ zum Schadenersatz Minderung geltend zu machen.[56] In diesem Fall empfiehlt es sich, im Unternehmenskaufvertrag ausdrücklich festzuhalten, nach welcher Methode der Minderungsanspruch bei einer Zusicherungsverletzung zu berechnen ist.[57]

Die Vertragsparteien sind frei, den Umfang des ersatzfähigen Schadens autonom zu bestimmen und damit die Reichweite der Verkäuferhaftung vertraglich zu gestalten.[58] Die Interessen der Parteien divergieren dabei grundlegend: Während der Käufer eine möglichst weite Definition anstrebt, welche neben direkten Schäden auch indirekte Schäden und Mangelfolgeschäden erfasst, ist der Verkäufer bestrebt, den Haftungsumfang zu begrenzen und insbesondere Mangelfolgeschäden sowie entgangenen Gewinn vom Ersatz auszunehmen.[59] Als vermittelnde Lösung kann an den gesetzlichen Schadensbegriff des adäquat kausal verursachten Schadens angeknüpft werden.[60] Entsprechende Definitionen finden sich in der Vertragspraxis nahezu regelmässig und zählen in der Praxis zu den intensiv ausgehandelten Vertragspunkten.[61]

---

52 Schenker, 333 f. m.w.H.; Isler, 23.
53 Peyer/Maurer, Rz. 8.350.
54 Art. 205 OR; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 375.
55 Peyer/Maurer, Rz. 8.357; Diem, 38 f. und 41.
56 Diem, 39; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 375.
57 Schenker, 330.
58 Diem, 39.
59 Schenker, 331; Diem, 39 ff.; Peyer/Maurer, Rz. 8.357.
60 Peyer/Maurer, Rz. 8.357.
61 Diem, 39.

d) Betragsmässige Haftungsbeschränkungen

Mit dem *De minimis*, *Baskets* und *Cap* sieht der Unternehmenskaufvertrag schliesslich betragsmässige Schranken vor, welche die Haftung des Verkäufers begrenzen. Hintergrund dieser Regelungen ist zum einen, dass Kleinstansprüche, deren Durchsetzung einen unverhältnismässigen Aufwand verursachen würde, nicht zum Gegenstand eines Prozesses gemacht werden sollen. Zum anderen stellt die Haftungsobergrenze sicher, dass der Verkäufer selbst im Falle von Mängeln keine uneingeschränkte Haftung zu befürchten hat und entsprechend mit dem Erlös aus dem Verkauf mit einer gewissen Planungssicherheit weiterarbeiten kann.[62]

Die *De minimis*-Schwelle legt dabei den Mindestbetrag fest, unterhalb dessen einzelne Schadenspositionen für Haftungsansprüche unberücksichtigt bleiben. Erst wenn eine Schadensposition diesen Schwellenwert übersteigt, ist sie anspruchsbegründend.[63] Allerdings genügt dies allein regelmässig nicht, da vertraglich vorgesehen wird, dass die qualifizierenden Einzelpositionen kumuliert oftmals zusätzlich einen separat vereinbarten *Basket*-Betrag überschreiten müssen, bevor der Käufer Schadenersatz verlangen kann.[64]

Hinsichtlich der Funktionsweise des *Baskets* ist zwischen zwei Modellen zu unterscheiden. Beim käuferfreundlichen *Tipping Basket* als Freigrenze kann der Käufer bei Überschreitung des *Basket*-Betrags den gesamten Schaden geltend machen. Demgegenüber wirkt der verkäuferfreundliche *Deductible Basket* als Freibetrag, sodass nur der Teil des Schadens ersatzfähig ist, der den *Basket*-Betrag übersteigt.[65]

Der Verkäufer verlangt in aller Regel, dass seine Haftung für Gewährleistungsverletzungen gegen oben begrenzt wird (sog. *Cap*).[66] Die Höhe dieser betragsmässigen Haftungsbeschränkungen ist in der Praxis naturgemäss abhängig vom Transaktionsvolumen und wird arbiträr verhandelt.[67] Zudem steht es den Parteien offen, für gewisse Kategorien von Zusicherungen abgestufte Betragsgrenzen als *Caps* vorzusehen.[68] Im Übrigen gelten die betragsmässigen Haf-

62 Schenker, 347 f.; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 375.
63 Peyer/Maurer, Rz. 8.360.
64 Diem, 42.
65 Peyer/Maurer, Rz. 8.363.
66 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 375.
67 Diem, 42; gemäss einer CMS-Studie liegt der *Cap* bei der Hälfte der europäischen Transaktionen unter 50% des Kaufpreises, CMS Study, 7,46.
68 Peyer/Maurer, Rz. 8.359.

tungsbeschränkungen nicht, falls der Verkäufer Gewährsmängel arglistig verschwiegen hat (Art. 199 OR).[69]

III. Schadloshaltungen und Garantien in Unternehmenskaufverträgen

1. Funktion

Eine vertragliche Zusicherung entfaltet ihre Schutzwirkung nur dort, wo der Käufer berechtigterweise auf die zugesicherte Eigenschaft beziehungsweise die Mängelfreiheit vertrauen durfte. Dies folgt aus Art. 200 Abs. 1 OR, wonach der Verkäufer nicht für Mängel haftet, die dem Käufer im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses bekannt waren. Deckt der Käufer im Rahmen der Due Diligence einen Mangel auf, kann diesem Umstand daher nicht dadurch begegnet werden, indem der Verkäufer mit Hilfe von Zusicherungen und Gewährleistungen (*Representations and Warranties*) im Unternehmenskaufvertrag zusichert, dass der betreffende Mangel nicht bestehe.[70]

Werden im Rahmen der Due Diligence Mängel oder Risiken identifiziert und lässt sich das Ausmass des identifizierten Risikos bereits bei Vertragsabschluss verlässlich beziffern, empfiehlt es sich daher, einen entsprechenden Abschlag vom Kaufpreis vorzunehmen.[71] In diesem Fall sollte vertraglich ausdrücklich festgehalten werden, dass das Risiko im vereinbarten Kaufpreis bereits eingepreist ist und weitergehende Ansprüche insoweit ausgeschlossen sind.[72]

Ist die Eintrittswahrscheinlichkeit des identifizierten Risikos offen oder ist das festgestellte Risiko zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses noch nicht quantifizierbar, beispielsweise weil sein endgültiges Ausmass noch von künftigen Ereignissen wie einem Urteil, einer behördlichen Verfügung oder einer Steuerveranlagung abhängt, lässt es sich am besten durch eine Schadloshaltung des Verkäufers im Unternehmenskaufvertrag adressieren. Der Verkäufer verpflichtet sich damit, die entsprechenden Kosten und Aufwände zu übernehmen beziehungsweise den Käufer (oder gegebenenfalls das Zielunternehmen) schadlos zu halten und von Ansprüchen Dritter freizustellen, sofern sich das bekannte Risiko tatsächlich materialisiert.[73]

---

69 Art. 199 OR; Böckli, 99; Schenker, 348.
70 Schenker, 350; Watter, 8.
71 Watter, 8 f.
72 Schenker, 351.
73 Schenker, 351; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 377; Peyer/Maurer, Rz. 8.369.

2. Rechtsnatur

a) Garantie

Bei einer Garantie nach Art. 111 OR handelt es sich um ein bedingtes Leistungsversprechen, das von einer oder mehreren Bedingungen, die das Risiko beziehungsweise den Erfolg beschreiben (Garantiefall), abhängt.[74] Der Garantiefall kann dabei innerhalb der allgemeinen Schranken von Art. 19 und 20 OR von den Parteien frei definiert werden. Der Promittent verspricht dabei Schadenersatz in der Höhe des positiven Interesses (Erfüllungsinteresse) infolge Eintritts des Risikos beziehungsweise Nichteintritt des Erfolgs zu leisten.[75] Im Falle einer Garantie ist die Leistung bei Bedingungseintritt unabhängig von einem allfälligen Verschulden geschuldet.[76] Schliesslich kann der Garantie sowohl ein Dreiparteien- als auch ein Zweiparteienverhältnis zugrunde liegen.[77]

Im Kontext des Unternehmenskaufes steht es den Parteien somit frei, statt Zusicherungen und Gewährleistungen Garantien im Sinne von Art. 111 OR bezüglich Unternehmenseigenschaften auf einen beliebigen Zeitpunkt zu vereinbaren.[78] Ob im Zweifelsfall eine Zusicherung oder eine Garantie vorliegt, ist eine Auslegungsfrage und beurteilt sich mitunter danach, ob eine gegenwärtig bestehende Eigenschaft des Kaufobjekts im Gefahrenübergang oder ein zukünftiger Erfolg versprochen wird, der über die vertragsgemässe Beschaffenheit hinausgeht.[79]

Trotz der grundsätzlich dispositiven Natur von Art. 111 OR, ist es für Garantien nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung unzulässig, die gesetzlich geltende Verjährungsfrist von zehn Jahren zu verkürzen[80] oder die Unterbrechungshandlungen nach Art. 135 OR vertraglich zu modifizieren[81].[82] Die gesetzlichen Rügeobliegenheiten nach Art. 201 OR gelten für Garantien nicht;[83] ebenso wenig greifen die betragsmässigen Haftungsbeschränkungen (*De minimis*, *Baskets* und *Cap*), sofern sie nicht ausdrücklich auf die Garantien erstreckt werden.

---

74 Vischer, 326; Peyer/Maurer, Rz. 8.366.
75 Vischer, 326; Haeberli/Pestalozzi, Art. 111, BSK OR I, Rz. 4 und 15.
76 Vischer, 326; Peyer/Maurer, Rz. 8.366.
77 Vischer, 326.
78 Vischer, 328.
79 Haeberli/Pestalozzi, Art. 111, BSK OR I, Rz. 4 m.w.H.
80 BGE 123 III 285 E. 2 S. 289 f.
81 BGE 132 V 404 E. 5.2 S. 410 f.
82 Haeberli/Pestalozzi, Art. 111, BSK OR I, Rz. 18.
83 Peyer/Maurer, Rz. 8.368.

b) Schadloshaltungen

Ist den Parteien aufgrund der Erkenntnisse aus der Due Diligence ein konkretes Risiko bekannt, das sich materialisieren könnte, verlangt der Käufer in aller Regel ein Schadloshaltungsversprechen beziehungsweise eine Schadloshaltung (*Indemnity*) vom Verkäufer zur Abdeckung des identifizierten Risikos.

In der Praxis werden Schadloshaltungen oftmals im Zusammenhang mit Steuerverbindlichkeiten, Altlastenrisiken, Compliance-Themen sowie hängigen Gerichts- oder Schiedsverfahren vereinbart. Da solche Schadloshaltungen häufig themenspezifisch ausgestaltet werden und einen eng definierten spezifischen Sachverhalt abdecken, wird von *specific indemnities* gesprochen.[84] Dies im Gegensatz zu den generellen Schadloshaltungen (*general indemnities*), die standardisiert einen Geschäftsbereich gesamtheitlich absichern.

Besonders verbreitet sind in der PE-Praxis die steuerlichen Schadloshaltungen (*Tax Indemnity*). Diese erfassen sämtliche Steuern und Abgaben sowie Nach- und Strafsteuern, Verzugszinsen und Verfahrenskosten für Steuerperioden vor dem Vollzugsdatum und die laufende Steuerperiode bis zu dem Vollzugsdatum. Gerade bei Steuerverfahren ist zum Zeitpunkt des Vertragsschlusses häufig ungewiss, ob überhaupt eine Nachforderung erhoben wird und in welcher Höhe eine solche gegebenenfalls ausfällt.[85]

Vergleichbar verhält es sich bei Umwelt- und Altlastenrisiken, wenn eine mögliche Kontamination bekannt, jedoch noch ungewiss ist, ob darauf für das Zielunternehmen Kosten entstehen.[86] Ferner für den Fall des Unterliegens in einem hängigen Rechtsstreit nach dem *Closing* dient die Schadloshaltung als geeignetes Instrument für die adäquate Risikoallokation der gerichtlich verordneten Zahlungen und weiteren Aufwendungen zulasten des Zielunternehmens.[87]

Solche kaufvertraglichen Schadloshaltungen qualifizieren nach der hier vertretenen Ansicht als Garantien.[88] Mit Schenker weisen gewichtige Lehrmeinungen allerdings darauf hin, dass es sich bei solchen Garantien – auch wenn sie in Unternehmenskaufverträgen vielfach als Garantien i.S.v. Art. 111 OR bezeichnet werden – nicht um Verträge zulasten Dritter im Sinne dieser Bestimmung handle, da nicht die Leistung eines Dritten garantiert werde, sondern

---

84 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 377; Peyer/Maurer, Rz. 8.369.
85 Diem, 47 f.
86 Diem, 47.
87 Schenker, 352.
88 Gl. M.: Peyer/Maurer, Rz. 8.370; Isler, Fn. 23; vgl. Vischer, 331.

der Verkäufer lediglich die finanziellen Folgen bestimmter Entwicklungen beim Kaufobjekt übernehme.[89]

Der Garantiebegriff ist indes weiter zu fassen und erfasst jede Einstandspflicht für einen bestimmten Erfolg, mithin nicht nur die Leistung eines Dritten. Eine Garantie liegt demnach vor, wenn sich eine Partei verpflichtet, für den Eintritt eines bestimmten Erfolgs einzustehen oder die Gefahr eines bestimmten Schadens zu tragen.[90] Als massgebendes Qualifikationskriterium gilt heute überwiegend die Selbständigkeit des Versprechens in Verbindung mit der Übernahme einer Einstandspflicht für einen künftigen Erfolg.[91] Durch die Qualifikation kaufvertraglicher Garantien als selbständige Leistungsversprechen steht dem Käufer ein Erfüllungsanspruch zu, zu dessen Durchsetzung weder ein Verschulden des Verkäufers noch ein Minderwert des Zielunternehmens erforderlich ist.[92]

In der Praxis ist die Bedeutung der dogmatischen Qualifikation der Garantie jedoch nur beschränkt relevant, da in professionell verfassten Unternehmenskaufverträgen oftmals der Garantiefall, die Rechtsfolgen und die Modalitäten der Geltendmachung der Schadloshaltungen präzise umschrieben werden.

IV. Sicherung von Gewährleistungs- und Garantieansprüchen

1. Allgemeines

Die Sicherungsinstrumente dienen der Durchsetzbarkeit vertraglich begründeter Ansprüche sowie der Reduktion des Vollstreckungs- und Insolvenzrisikos. Im Kontext von Unternehmenskaufverträgen stellt sich für den Käufer folglich die Frage, ob und in welchem Umfang seine Ansprüche aus Zusicherungen und Gewährleistungen einer besonderen Absicherung bedürfen.

Das Vollstreckungsrisiko verwirklicht sich namentlich dann, wenn die finanzielle Leistungsfähigkeit des Verkäufers zweifelhaft ist oder wenn, wie bei Private-Equity-Transaktionen typischerweise der Fall, das veräussernde Fundvehikel nach Transaktionsabschluss liquidiert wird.[93] Ein Sicherungsbedürfnis besteht darüber hinaus bei mehreren Verkäufern, die keine Solidarhaftung

89 Schenker, 351 f.; Diem, 46; Vischer, 331; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 377.
90 Vischer, 331; Tschäni/Diem/Wolf, Fn. 786.
91 Tschäni/Diem/Wolf, Fn. 786.
92 Diem, 46.
93 Schenker, 358.

eingehen, sondern lediglich eine ihrer jeweiligen Beteiligungsquote entsprechende proportionale Haftung übernehmen.[94] Fehlt es in diesen Konstellationen an einer Sicherheit, ist der Erwerber nach Erwirkung eines obsiegenden Urteils gezwungen, gegen jeden Veräusserer gesonderte Vollstreckungsmassnahmen einzuleiten, was mit grossem Aufwand verbunden sein kann und die effektive Rechtsdurchsetzung beeinträchtigt.[95]

Nachfolgende Sicherungsinstrumente werden in der Praxis regelmässig in Betracht gezogen:

2. Kaufpreisrückbehalt

Ein aus Käufersicht einfaches und günstiges Sicherungsmittel ist der Kaufpreisrückbehalt, wonach ein Teil des Kaufpreises beim Vollzug nicht Zug-um-Zug gegen Übertragung der Beteiligungsrechte, sondern erst in einem späteren, vereinbarten Zeitpunkt bezahlt wird. Während dieser Zwischenzeit ist der Käufer berechtigt, eventuelle Ansprüche aus Gewährleistungsverletzungen direkt mit dieser restlichen Kaufpreisforderung zu verrechnen. Damit bieten sich dem Käufer mehrere entscheidende Vorteile. So muss er einerseits einen Teil des Kaufpreises erst später finanzieren. Andererseits kehrt sich im Falle einer gerichtlichen Auseinandersetzung die Rollenverteilung um, weil der Verkäufer als Kläger auftreten muss, um die Zahlung des Restkaufpreises einzufordern. Diese Position verbessert die Verhandlungsstärke des Käufers bei Vergleichsgesprächen erheblich. Verkäufer sind indessen zurückhaltend, einen Kaufpreisrückbehalt zu akzeptieren. Ein solcher stärkt nicht nur die Position des Käufers erheblich, sondern setzt den Verkäufer hinsichtlich des einbehaltenen Betrags seinerseits dem Insolvenzrisiko des Käufers aus.[96]

3. Bankgarantie

Als Sicherungsmittel zugunsten des Käufers findet die Bankgarantie in der Praxis nur selten Verwendung. Der Verkäufer übergibt dem Käufer zum Vollzugstermin zusammen mit dem Kaufgegenstand eine Bankgarantie, die der Käufer bei Geltendmachung von Ansprüchen aus dem Kaufvertrag auf erstes Verlangen ziehen kann. Diese Eigenschaft verschafft dem Käufer eine ähnlich starke Stellung wie ein Kaufpreisrückbehalt. Mit dem Ziehen der Garantie kehrt sich die Rollenverteilung um, weil der Verkäufer auf den Rechtsweg ver-

94 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 344; Schenker, 358.
95 Schenker, 358.
96 Vonlanthen/Triebold, 129; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 341; Schenker, 359.

wiesen ist, wenn er die Ansprüche des Käufers aus Gewährleistungshaftung anfechten will. Zudem trägt er das Insolvenzrisiko des Käufers. Angesichts der nicht zu vernachlässigenden Kosten zur Stellung der Bankgarantie und der einseitigen Risikoverteilung zulasten des Verkäufers werden Bankgarantien von Verkäuferseite in der Praxis regelmässig abgelehnt.[97]

4. Escrow Account

Das Escrow Account hat sich in der Praxis als gängiges Instrument zur Sicherung von Gewährleistungs- und Garantieansprüchen des Käufers etabliert. Bei dieser Gestaltung wird ein Teil des Kaufpreises – üblicherweise 10–25% – beim Vertragsvollzug auf ein Konto eingezahlt, über das ein unabhängiger Dritter, der sog. Escrow Agent, verfügt. Die hinterlegten Summen werden dabei häufig zeitlich gestaffelt reduziert, um den unterschiedlichen Laufzeiten spezifischer Zusicherungen, etwa längeren Fristen für Steuer- oder Umweltgarantien, Rechnung zu tragen.[98] Die Gelder gibt der Escrow Agent erst nach Ablauf der vereinbarten Frist an den Verkäufer heraus; meldet der Käufer innerhalb dieser Frist Ansprüche an, werden die Mittel zurückbehalten und dürfen nur aufgrund gemeinsamer schriftlicher Weisung beider Parteien oder eines rechtskräftigen Urteils ausgezahlt werden.[99] Anders als beim Kaufpreisrückbehalt oder bei der Bankgarantie bewirkt diese Konstruktion keine Verschiebung der Klägerrolle, da der Käufer seine Ansprüche aktiv durchsetzen muss; zugleich ist der Verkäufer nicht dem Insolvenzrisiko des Käufers ausgesetzt, weil die Gelder bei einem neutralen Dritten verwahrt werden. Eben dieser ausgewogene Interessenausgleich erklärt, weshalb das Escrow Account als standardmässiges Sicherungsmittel in der aktuellen M&A-Praxis zur Anwendung kommt.[100]

5. Co-Obligor / Guarantor (mithaftende Vertragspartei)

Bei diesem Sicherungsinstrument tritt eine zusätzliche Partei dem Unternehmenskaufvertrag als mithaftende Vertragspartei auf Seiten des Verkäufers oder des Käufers bei. Rechtlich handelt es sich dabei in der Regel um eine kumulative Schuldübernahme (auch Schuldbeitritt genannt). Sie besteht in der selbstständigen Verpflichtung eines Übernehmers gegenüber dem Gläubiger eines Schuldners, worin der Übernehmer die betreffende Schuld solidarisch

97 Schenker, 360.
98 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 341; Vonlanthen/Triebold, 129; Schenker, 360 f.
99 Schenker, 360 f.
100 Schenker, 361.

oder subsidiär mitübernimmt.[101] Die kumulative Schuldübernahme ist im Gesetz nicht ausdrücklich geregelt, ergibt sich aber als rechtliche Gestaltungsmöglichkeit aus Art. 143 OR und bedarf keiner besonderen Form.[102]

Das Sicherungsinstrument kann allerdings auch als Garantie gemäss Art. 111 OR ausgestaltet werden. Ob im Einzelfall eine kumulative Schuldübernahme oder eine Garantie vorliegt, kann oft nur durch Auslegung der massgeblichen Vertragsbestimmung nach dem Vertrauensprinzip ermittelt werden.[103]

Gerade bei Private-Equity-Transaktionen kann dieses Instrument dem Käufer zusätzliche Sicherheit bieten, indem Drittparteien – etwa die Muttergesellschaft, der dahinterstehende Fund oder eine weitere Konzerngesellschaft – als zusätzliche Schuldner beigezogen werden.[104] Dies ist insbesondere in Konstellationen relevant, in denen sich der Private-Equity-Fund als Verkäufer aufgrund seiner beschränkten Laufzeit nach dem Vollzug aufzulösen beabsichtigt.

Beispielhaft kann eine solche Klausel wie folgt lauten:

> **Guarantee**
>
> (A) By signing this Agreement, and subject to Closing taking place, the Guarantor unconditionally and irrevocably agrees to become jointly and severally liable pursuant to article 143 et seqq. CO solely for the obligations and liabilities of Private Equity Seller under Section (No Leakage), Section (Payment regarding pending litigation), Section (Indemnities), and Section (No Monetary Benefits) of this Agreement (the "Guarantee", and such obligations and liabilities, the "Guaranteed Obligations") and, on a strictly subsidiary basis, if and to the extent Private Equity Seller defaults for any reason whatsoever in the performance of any of the Guaranteed Obligations, subject to the limitations of this Agreement, the Guarantor shall promptly perform and satisfy the Guaranteed Obligations in regard to which such default has been made in the manner prescribed by this Agreement as if it were the primary obligor and so that the same benefits shall be conferred on the Buyer as it would have received if the Guaranteed Obligations had been duly performed and satisfied by Private Equity Seller. The Guarantor shall in no way be liable, and the Buyer shall not have any claim against the Guarantor for any obligations or liabilities other than the Guaranteed Obligations.
>
> (B) The Guarantee is to be a continuing Guarantee and accordingly is to remain in force until all the Guaranteed Obligations shall have been performed or satisfied. The Guarantee is in addition to and without prejudice

101 BGE 129 III 702 E. 2.1 S. 704; Haeberli/Pestalozzi, Art. 111, BSK OR I, Rz. 32.
102 BGE 129 III 702 E. 2.1 S. 704; Haeberli/Pestalozzi, Art. 111, BSK OR I, Rz. 32.
103 Haeberli/Pestalozzi, Art. 111, BSK OR I, Rz. 32 m.w.H.
104 Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 344.

to and not in substitution for any rights or security which the Buyer may now or hereafter have or hold for the performance and observance of the Guaranteed Obligations.

(C) The liability of the Guarantor under this Section shall not be affected, impaired, reduced or released by any liquidation, insolvency or similar proceedings of Private Equity Seller.

6. Warranty & Indemnity Insurance

Als Alternative oder Ergänzung zur Verkäuferhaftung kommt eine *Warranty & Indemnity Insurance* (W&I-Versicherung) in Betracht. Bei diesem Sicherungsinstrument versichert sich der Verkäufer gegen Gewährleistungs- und Garantieansprüche des Käufers aus dem Unternehmenskaufvertrag. Die W&I Versicherung ist folglich sowohl für den Käufer als auch für den Verkäufer vorteilhaft, da sie einerseits den Verkäufer vor den finanziellen Folgen von Inanspruchnahmen schützt und andererseits dem Käufer die Gewissheit verschafft, dass berechtigte Ansprüche auch tatsächlich beglichen werden.[105] Entsprechend gross ist ihre Bedeutung für *Clean-Exits* von Private Equity-Funds, bei denen der Private-Equity-Verkäufer den Verkaufserlös aufgrund der begrenzten Fundlaufzeit zeitnah an seine Investoren ausschütten und langfristige Nachhaftungsrisiken vermeiden will.[106]

Die W&I-Versicherungspolice wird in der Praxis in zwei Grundvarianten ausgestaltet. Die verkäuferseitige Police ist nach dem Vorbild einer Haftpflichtversicherung konzipiert und gewährt dem Verkäufer einen Regressanspruch gegenüber der Versicherung, sobald er vom Käufer aufgrund von Zusicherungsverletzungen in Anspruch genommen wird. Die käuferseitige Police hingegen ist als Vermögensschadensversicherung ausgestaltet und berechtigt den Käufer, seine Ansprüche im Verletzungsfall unmittelbar gegenüber der Versicherungsgesellschaft geltend zu machen.[107] In der Praxis gilt heute die käuferseitige Police als etablierter Standard.[108]

Hinsichtlich des versicherbaren Risikobereichs ist eine grundlegende Einschränkung zu beachten. Da *per definitionem* nur Ereignisse, deren Eintritt ungewiss ist, Gegenstand einer Versicherung sein können, sind Risiken aus Zusicherungen versicherbar, die unbekannte zukünftige Abweichungen vom zugesicherten Zustand betreffen. Denkbar sind auch generelle Schadloshal-

105 Frey/Hanselmann, 59.

106 Frey/Hanselmann, 60; Vonlanthen/Triebold, 132; Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 350; Werlen/Mannsdorfer, 399.

107 Schenker, 362.

108 Durand, 74 f.; Werlen/Mannsdorfer, 399.

tungen wie *Tax Indemnities*, die nicht auf ein individuell identifiziertes Risiko zielen, sondern einen generellen Zustand absichern. Spezifische Schadloshaltungen hingegen, die ein identifiziertes Risiko mit einer gewissen Eintretenswahrscheinlichkeit abdecken und primär die konkrete Abwicklung bei Eintritt des Risikos zum Gegenstand haben, sind demgegenüber in aller Regel nicht versicherbar.[109]

In der Praxis zeigt sich insbesondere die Alignierung des Deckungsbereichs des Zusicherungskatalogs im Unternehmenskaufvertrag einerseits und desjenigen der W&I-Versicherungspolice andererseits als herausforderndes Element in den Verhandlungen zwischen Verkäufer und Käufer untereinander sowie mit der W&I-Versicherung. Im Ergebnis ist die Haftungsdeckung des Zusicherungskatalogs nicht zwingend übereinstimmend mit dem Deckungsbereich der W&I-Versicherungspolice, weshalb es sich empfiehlt, das Haftungsregime bei potenziellen Haftungslücken ausdrücklich im Unternehmenskaufvertrag zu regeln. Denn deckt beispielsweise die Police eine Zusicherung nur teilweise, mit Ausschlüssen oder mit einem engeren Knowledge-Standard, entsteht ohne vertraglich vereinbarte Resthaftung des Verkäufers eine Deckungslücke zulasten des Käufers.

Schliesslich erweist sich eine frühzeitige Einbindung der Versicherung als unabdingbar. Da die Versicherungsgesellschaft den Vertrag, den Verkaufsprozess sowie die Qualität der Due Diligence einer eingehenden Prüfung unterzieht und unter Umständen eine eigene versicherungsspezifische Due Diligence durchführt, ist die Kontaktaufnahme mit Versicherern oder Brokern bereits in einem frühen Stadium des Verkaufsprozesses anzustreben, um vor Vertragsabschluss ein bindendes Angebot einholen zu können.[110]

V. Use Case I – Kontrolle über Käufer-Ansprüche beim Einstieg eines Private-Equity-Funds

1. Ausgangslage

Im Use Case I gehen wir von der Ausgangslage aus, dass die Zielgesellschaft (Target HoldCo) durch die bisherige kontrollierende Aktionärsgruppe (Verkäufer mit teilweisem Reinvestment), die übrigen Aktionäre (mitverkaufende Aktionäre) und das Management (reinvestierende Aktionäre) gehalten wird.

---

109 Schenker, 362 f.

110 Frey/Hanselmann, 58 f.; Schenker, 363.

Abb. 1 zeigt die Beteiligungsstruktur der Target HoldCo vor dem Einstieg des Private-Equity-Funds.

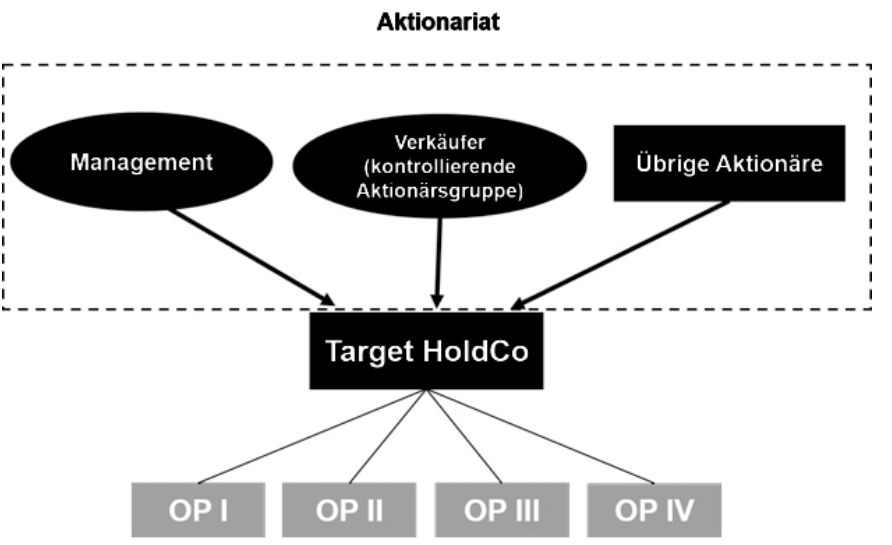


Abb. 1: Beteiligungsstruktur vor Einstieg des Private-Equity-Funds

2. Erwerbsstruktur und haftungsrechtliches Problem

Abb. 2 zeigt die Struktur nach dem Einstieg des Private-Equity-Funds. Der Fund investiert in aller Regel nicht direkt in die Zielgesellschaft, sondern über eine optimierte Private-Equity-Erwerbsstruktur. Zentrale Rolle kommt dabei der Erwerbsgesellschaft (AcquiCo) zu, weil sie im Unternehmenskaufvertrag regelmässig als Käuferpartei auftritt. Damit liegen auch die Rechte aus dem Unternehmenskaufvertrag, namentlich Ansprüche wegen Verletzung von Gewährleistungen und Zusicherungen, Garantien oder Schadloshaltungspflichten, zunächst auf Ebene der AcquiCo als Vertragspartei des Unternehmenskaufvertrags.

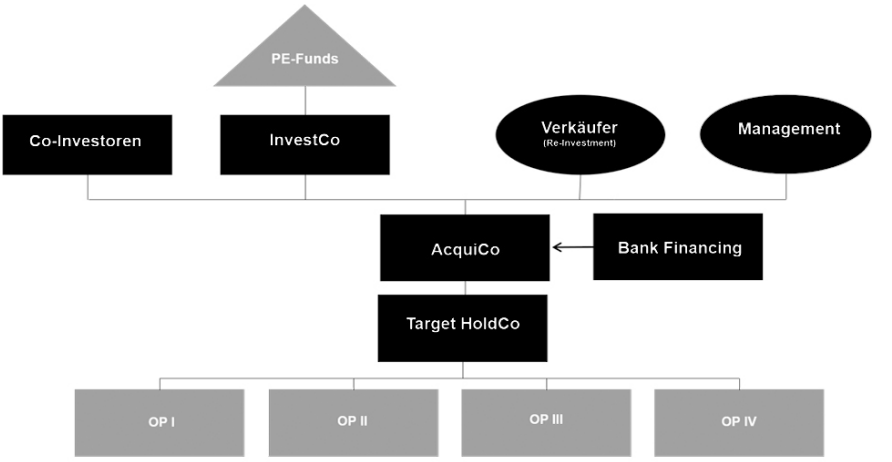


Abb. 2: Erwerbsstruktur nach Einstieg des Private-Equity-Funds

Das haftungsrechtliche Risiko stellt sich insbesondere dann, wenn an der AcquiCo oder auf einer darüberliegenden Ebene weitere Investoren beteiligt werden, wie dies etwa bei Management-Reinvestments, Co-Investments oder Rollover-Strukturen typisch ist. Kommt es nach Vollzug der Transaktion zu Veränderungen in der Beteiligungsstruktur oder der Kontrollverhältnisse innerhalb des Erwerbsvehikels, besteht die Gefahr, dass der Private-Equity-Fund die rechtliche Kontrolle über die AcquiCo verliert.

Zwar bleiben die Ansprüche aus dem Unternehmenskaufvertrag hiervon unberührt; ihre effektive Durchsetzung kann jedoch erheblich beeinträchtigt oder faktisch vereitelt werden, wenn die zur Anspruchsgeltendmachung befugte Erwerbsgesellschaft nicht mehr ausschliesslich der Kontrolle des Private-Equity-Funds unterliegt.

Für den Fall, dass der Verkäufer und das Management in die Private-Equity-Struktur reinvestieren und gewisse Corporate Governance Rechte erhalten, kann es aus Sicht des Private-Equity-Funds zur unerwünschten Situation kommen, dass der Verkäufer und das Management in der AcquiCo über die Verfolgung und Durchsetzung von möglichen Ansprüchen gegen sie aus dem Unternehmenskaufvertrag mitentscheiden können.

3. Vertragliche Absicherung

Der dargestellte Use Case verdeutlicht, dass sich das Haftungsregime nicht auf die Bestimmung der materiellen Anspruchsgrundlagen beschränkt. Die Zusi-

cherungen und Gewährleistungen (*Representations and Warranties*) sowie die Schadloshaltungen (*Indemnities*) legen fest, ob und in welchem Umfang Ansprüche bestehen (vgl. oben, II.1.b), II.3. und III.1.). Sicherungsinstrumente wie Escrow-Strukturen, Kaufpreisrückbehalte, Garantien oder W&I-Versicherungen erhöhen deren wirtschaftliche Werthaltigkeit (vgl. oben, IV.2. und IV.6.).

Darüber hinaus bedarf es jedoch der vertraglichen Absicherung, damit der Private-Equity-Fund nach *Closing* die Kontrolle über die Geltendmachung dieser Ansprüche behält. Die Sicherstellung dieses Ziels hat in erster Linie durch eine adäquate vertragliche Ausgestaltung sowohl im Unternehmenskaufvertrag als auch im *Shareholders' Agreement* zu erfolgen.

Im Unternehmenskaufvertrag ist hierzu insbesondere durch geeignete Abtretungs-, Weiterleitungs- beziehungsweise Durchgriffsklauseln sicherzustellen, dass Ansprüche der AcquiCo wirtschaftlich und rechtlich den vorgesehenen Anspruchsberechtigten zugutekommen. Flankierend sind Zustimmungsvorbehalte vorzusehen, wonach die AcquiCo beziehungsweise deren Organe verpflichtet sind, für den Abschluss von Vergleichen, den Verzicht auf Ansprüche oder sonstige dispositionsähnliche Massnahmen die vorgängige Zustimmung der berechtigten Parteien beziehungsweise der zuständigen Gesellschaftergremien einzuholen.

Ergänzend dazu sind im *Shareholders' Agreement* klar ausgestaltete Regelungen zum Umgang mit Interessenkonflikten zu implementieren. Dazu zählen insbesondere verbindliche Ausstands- und Stimmenthaltungspflichten für Aktionäre sowie gegebenenfalls für deren Vertreter in Organen der Gesellschaft, soweit über Sachverhalte entschieden wird, in denen ein Interessenkonflikt besteht oder bestehen kann. Diese Regelungen sind so zu fassen, dass eine sachgerechte und unbeeinflusste Willensbildung sichergestellt sowie Missbrauchs- beziehungsweise Beeinträchtigungspotenziale in Bezug auf Ansprüche des Käufers aus dem Unternehmenskaufvertrags wirksam minimiert werden.

Dies unterstreicht, dass ein Haftungsregime seine praktische Wirksamkeit nur entfaltet, wenn es nicht allein materiell-rechtlich präzise ausgestaltet, sondern zugleich gesellschaftsrechtlich kohärent strukturiert ist. Die Kontrolle über die Anspruchsdurchsetzung erweist sich damit als integraler Bestandteil der Risikozuweisung.

VI. Use Case II – Management-Reinvestment und Anspruchsdurchsetzung beim Einstieg eines Private-Equity-Funds

1. Ausgangslage

In unserem Use Case II zeigt die Abb. 3 die Ausgangslage mit der Zielgesellschaft (Target HoldCo), woran die kontrollierende Aktionärsgruppe (Verkäufer), das Management (reinvestierende Aktionäre) und die übrigen Aktionäre (mitverkaufende Aktionäre) beteiligt sind:

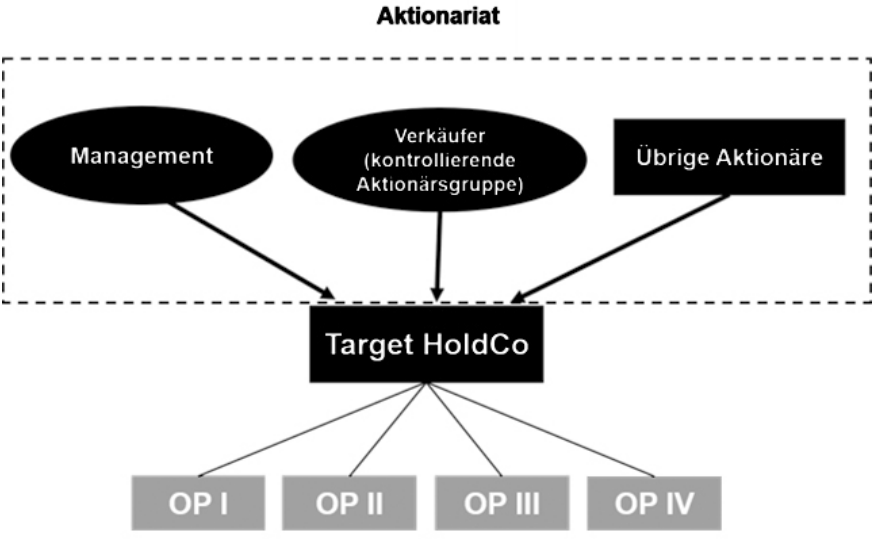


Abb. 3: Beteiligungsstruktur vor Verkauf an Private-Equity-Fund

Wir nehmen für den Use Case II an, dass im Exit der Target HoldCo ein Private-Equity-Fund auf der Käuferseite auftritt. Das Management fungiert nebst der kontrollierenden Aktionärsgruppe (Verkäufer) und den übrigen Aktionären (mitverkaufende Aktionäre) als eine der Verkäuferparteien des Unternehmenskaufvertrags, die verpflichtet werden, gegenüber dem Käufer Zusicherungen und Gewährleistungen sowie u.U. Schadloshaltungen abzugeben.

2. Zielkonflikt bei der Anspruchsdurchsetzung

In Private Equity-*backed* Gruppenstrukturen ist das Management in aller Regel über einen Beteiligungsplan mittels Aktien, Optionen, Phantom Stocks oder anderer vertraglicher Beteiligungsansprüche (z.B. RSU) beteiligt. Auf diese Weise wird dem Management ermöglicht, wirtschaftlich am Erfolg der Beteiligungsgesellschaft zu partizipieren, und es erhält ein unmittelbares Interesse an der nachhaltigen Wertsteigerung des Unternehmens. Daraus folgt, dass das bestehende Management nach dem *Closing* der Exit-Transaktion durch Reinvestment in die Private-Equity-Haltestruktur rückbeteiligt. Diese Rückbeteiligung erfolgt typischerweise auf Stufe der AcquiCo oder einer darüberliegenden Holdinggesellschaft, wie die Abb. 4 zeigt.

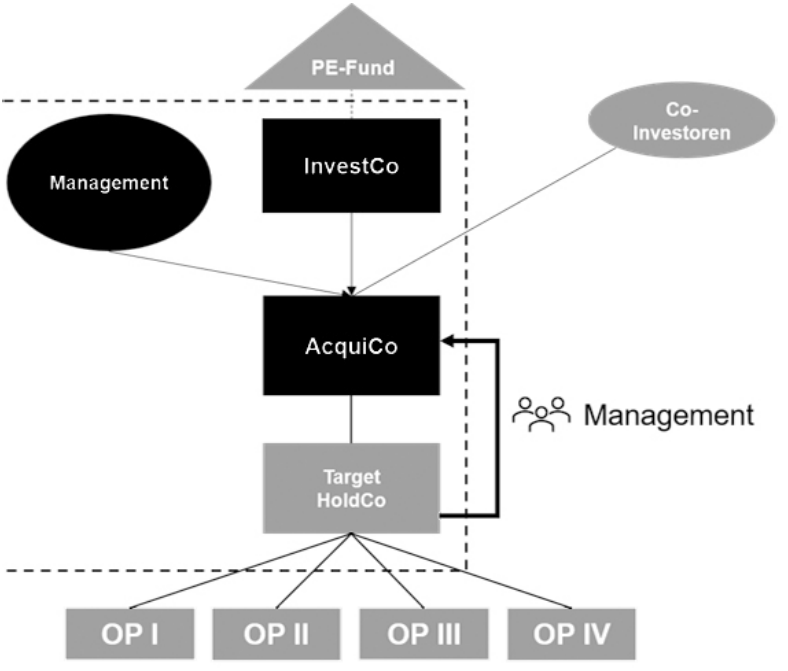


Abb. 4: Reinvestment des Managements in der Erwerbstruktur

Das Management befindet sich in dieser Private-Equity-Struktur in einer besonderen Konstellation: Die Mitglieder des Managements sind nicht nur Verkäuferparteien unter dem Unternehmenskaufvertrag und in der Private-Equity-Struktur nach dem Vollzug des Unternehmenskaufvertrages rückbeteiligt, sondern sie handeln gleichzeitig insbesondere auch in Organfunktionen (Verwaltungsrat,

Geschäftsleitung) und als leitende Arbeitnehmer der Target HoldCo beziehungsweise der operativen Zielgesellschaften (OP I, OP II, OP III und OP IV).

Kommt es zu einem Gewährleistungs- oder Garantiefall unter dem Unternehmenskaufvertrag etwa wegen Verletzung einer Zusicherung oder einer *Specific Indemnity*[111], entsteht gegebenenfalls ein Anspruch des Käufers gegen die Verkäuferparteien, damit auch gegen das Management. In der Praxis ist der Private-Equity-Fund zurückhaltend, diesen Anspruch gegen die Mitglieder des Managements rechtlich durchzusetzen, auf deren Mitarbeit er weiterhin massgeblich angewiesen ist. Der rechtlich bestehende Anspruch und das wirtschaftliche Durchsetzungsinteresse fallen in dieser Konstellation nicht zwingend zusammen.

Die erweiterte Beteiligungsstruktur verdeutlicht diesen Zielkonflikt, vgl. Abb. 5.

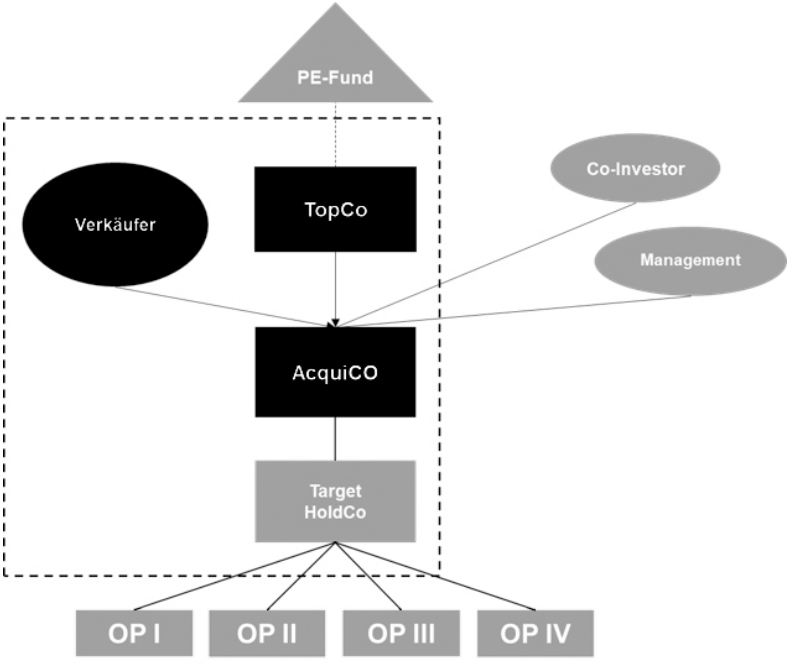


Abb. 5: Beteiligungsstruktur nach Reinvestment des Managements

111 Vgl. oben Kap. II.3. und III.1.

3. Vertragliche Absicherung

Der dargestellte Zielkonflikt kann durch ein gestuftes, aufeinander abgestimmtes Regelungskonzept wirksam entschärft werden. In einem ersten Schritt sind vorrangig strukturierende Sicherungsinstrumente einzusetzen, welche eine wirtschaftliche Kompensation ermöglichen, ohne das Management unmittelbar einer persönlichen Inanspruchnahme auszusetzen. Hierzu zählen namentlich Escrow-Vereinbarungen, Kaufpreisrückbehalte sowie der Abschluss einer *Warranty & Indemnity* (W&I)-Versicherung, welche die Abdeckung von Gewährleistungs- und Freistellungsrisiken sicherstellen.[112]

Darauf aufbauend ist die persönliche Haftung des Managements differenziert und risikoadäquat im Unternehmenskaufvertrag zu begrenzen, wodurch eine sachgerechte Risikoverteilung zwischen den Parteien gewährleistet wird.[113] Eine solche Haftungsbegrenzung kann insbesondere dahingehend ausgestaltet werden, dass das Management lediglich für eigene, individuell abgegebene Zusicherungen sowie für sogenannte *Fundamental Representations* einzustehen hat. Darüber hinaus kann die Haftung des Managements auf qualifizierte Pflichtverletzungen beschränkt werden, etwa auf Tatbestände, die im jeweiligen Verantwortungsbereich der betreffenden Führungsperson liegen, oder auf Fälle von Vorsatz, Arglist oder Betrug.

Schliesslich bedarf auch die Durchsetzung etwaiger Ansprüche gegen das Management einer klaren und ausgewogenen Regelung. In Betracht kommen insbesondere selektive Durchsetzungsrechte gegen einzelne Verkäuferparteien, wodurch der Käufer letztlich in eigenem Ermessen entscheidet, ob und gegen welche Verkäuferpartei er seine Ansprüche durchsetzen will. Damit wird der Käufer in die Lage versetzt, das Management zu schonen, während er gegen die übrigen Verkäufer die Ansprüche durchsetzt. Ergänzend kann ein Wahlrecht für den Käufer vorgesehen werden, wonach anstelle eines unmittelbaren finanziellen Ausgleichs alternativ eine wertmässige Anpassung der Rückbeteiligung des Managements (*Equity Cure*) erfolgt.

Bei Management-Reinvestments genügt es somit aus Sicht des Private-Equity-Käufers nicht, die Haftungstatbestände im Unternehmenskaufvertrag lediglich abstrakt, d.h. ohne Berücksichtigung des inhärenten Zielkonflikts betreffend das Management, festzulegen. Vielmehr sind diese in ein kohärentes Regelungssystem im Unternehmenskaufvertrag einzubetten, das einerseits die effektive Wahrung der Ersatzinteressen sicherstellt, andererseits jedoch die fortgesetzte Zusammenarbeit zwischen dem Private-Equity-Fund als Käufer und dem Management nicht unnötig belastet oder gefährdet.

---

112 Vgl. oben Kap. IV.2.–IV.6.

113 Vgl. oben Kap. II.2.a), II.3.c) und II.3.d).

VII. Use Case III – Exit-Szenario beim Verkauf durch einen Private-Equity-Fund

1. Ausgangslage vor dem Exit

Private-Equity-Funds sind typischerweise auf eine feste Laufzeit von fünf bis zehn Jahren begrenzt. Diese zeitliche Begrenzung ergibt sich aus der Struktur des Fundmodells: Das investierte Kapital stammt von externen Investoren, etwa Pensionskassen, Versicherungen oder vermögenden Privatpersonen, die erwarten, ihr eingesetztes Kapital nach einer bestimmten Zeit zusammen mit einer angemessenen Rendite zurückzuerhalten.

Die Befristung dient zugleich dem wirtschaftlichen Zweck von Private Equity. Die Funds erwerben Beteiligungen an Unternehmen nicht mit dem Ziel einer dauerhaften Kapitalanlage, sondern um deren Wert innerhalb eines begrenzten Zeitraums zu steigern und die Beteiligungen anschliessend mit Gewinn zu veräussern (*Exit*). Die feste Laufzeit schafft für das Fundsmanagement einen Anreiz, die Wertschöpfungsstrategie konsequent umzusetzen und den Verkauf der Beteiligungen rechtzeitig vorzubereiten.

Der Lebenszyklus eines Private-Equity-Funds gliedert sich regelmässig in drei Phasen. In der Investitionsphase wird das von den Investoren zugesagte Kapital abgerufen und in Zielunternehmen investiert. Darauf folgt die Halte- und Entwicklungsphase, in welcher die Portfoliounternehmen operativ weiterentwickelt, restrukturiert oder strategisch ausgebaut werden, um ihren Unternehmenswert zu erhöhen. In der anschliessenden Verkaufs- beziehungsweise Exit-Phase werden die Beteiligungen veräussert, etwa an strategische Käufer, andere Finanzinvestoren oder im Rahmen eines Börsengangs. Die daraus erzielten Erlöse werden schliesslich an die Investoren ausgeschüttet.

Die begrenzte Laufzeit stellt somit ein zentrales Strukturmerkmal des Private-Equity-Geschäftsmodells dar und gewährleistet sowohl die Rückführung des gebundenen Kapitals als auch die Realisierung der angestrebten Wertsteigerungen.

Die Ausgangslage vor dem Exit, wo der Use Case III ansetzt, stellt eine oft gesehene Private-Equity-Struktur dar: Der Private-Equity-Fund ist an der Zielgesellschaft (Target HoldCo) über eine Beteiligungsgesellschaft (InvestCo) beteiligt. Neben dem Private-Equity-Fund als Hauptinvestor halten weitere Aktionärsgruppen, wie die ehemaligen Verkäufer, die ganz oder teilweise reinvestiert haben, das Management, die im Rahmen von Managementbeteiligungsprogrammen investiert sind, und weitere Co-Investoren Aktionäre Beteiligungen an der Target HoldCo (vgl. Abb. 6).

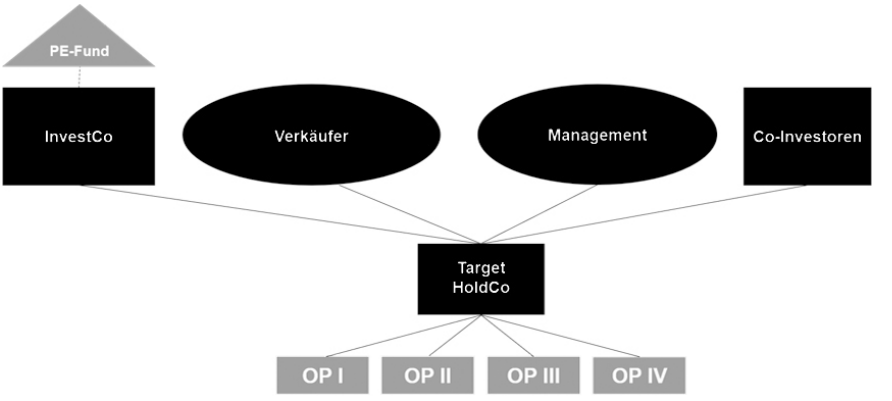


Abb. 6: Pre-Exit-Struktur vor Verkauf durch den Private-Equity-Fund

2. Signing- und Post-Closing-Struktur

Im Rahmen des Exits wird mit dem Abschluss des Unternehmenskaufvertrags (*Signing*) die Grundlage für die Übertragung der Zielgesellschaft auf die neue Erwerberstruktur geschaffen. Die nachfolgende Abb. 7 veranschaulicht, welche Parteien auf der Verkäufer- beziehungsweise der Käuferseite als Vertragsparteien des Unternehmenskaufvertrags auftreten und wer im Exit die Beteiligung an der Target HoldCo veräussert beziehungsweise übernimmt.

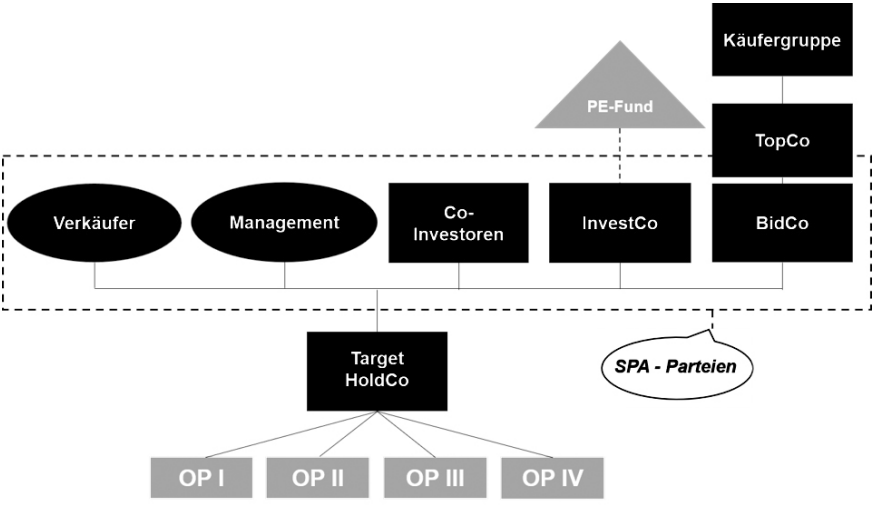


Abb. 7: Signing-Struktur beim Exit

Im Hinblick auf den Exit nimmt die InvestCo – beziehungsweise indirekt der hinter ihr stehende Private-Equity-Fund – typischerweise häufig eine zentrale Rolle als treibende Kraft in der Transaktion ein. Als eine der Verkäuferparteien übernimmt die InvestCo zusammen mit den übrigen Verkäufern nach Massgabe des Unternehmenskaufvertrags die für den Exit üblichen Zusicherungen und Gewährleistungen (*Representations and Warranties*), Schadloshaltungen (*Indemnities*) sowie weitere vertragliche Pflichten im Zusammenhang mit der Veräusserung der Target HoldCo.

Mit dem Vollzug der Transaktion (*Closing*) übernimmt die Erwerberstruktur der Käuferin die Beteiligung an der Target HoldCO (vgl. Abb. 8).

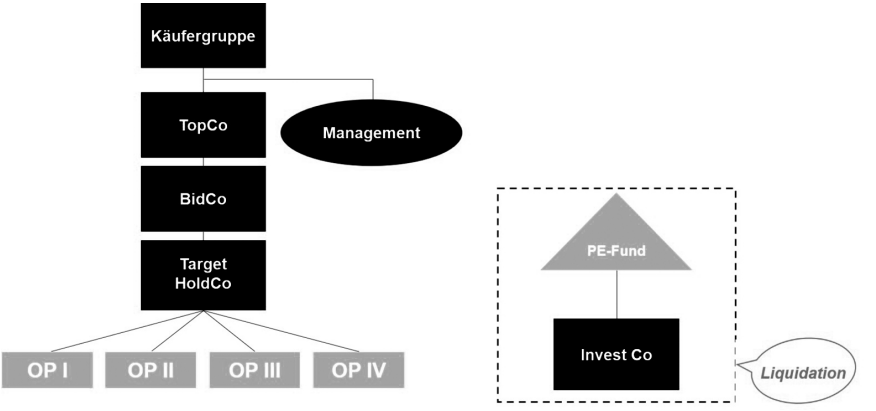


Abb. 8: Post-Closing-Struktur nach Vollzug der Exit-Transaktion

Wie gesehen, besteht auf Seiten des Private-Equity-Funds regelmässig ein Interesse daran, die vormalige Beteiligungsstruktur zu bereinigen und den Verkaufserlös zeitnah an die eigenen Investoren auszuschütten. Für den Fall, dass der Private-Equity-Fund und die InvestCo nach dem Exit liquidiert werden, führt dies dazu, dass die spätere Durchsetzung vertraglicher Ansprüche des Käufers gegen die InvestCo erheblich erschwert werden. Zwar bleiben solche Ansprüche materiell-rechtlich grundsätzlich bestehen; faktisch können sie jedoch in Bezug auf die InvestCo ins Leere laufen, wenn keine hinreichend haftende oder vermögende Verkäuferpartei mehr vorhanden ist. Der Käufer benötigt daher in solchen Exit-Konstellationen spezifische vertragliche Sicherheiten für seine Haftungsansprüche unter dem Unternehmenskaufvertrag.

3. Vertragliche Absicherung

Der vorliegende Use Case III zeigt eindrücklich auf, dass die Zusicherungen und Gewährleistungen (*Representations and Warranties*) sowie die Schadloshaltungen (*Indemnities*) zwar den Umfang der vertraglichen Haftung des Verkäufers bestimmen[114], sich jedoch im Kontext des Private-Equity-Exits die Risikozuordnung nicht nur in der Festlegung der haftungsbegründenden Tatbestände erschöpft, sondern auch die Frage von ebenso grosser Bedeutung ist, ob und wie lange nach dem *Closing* überhaupt noch die Private-Equity-kontrollierte Verkäuferpartei als haftungsfähiges und hinreichend solventes Haftungssubjekt zur Verfügung steht.

Zur Absicherung der Käuferposition kommen primär vertragliche Instrumente in Betracht, die im Anspruchsfall den Zugriff auf Liquidität der Verkäufer sicherstellen. Regelmässig werden dabei vom Käufer die Einbindung einer mithaftenden Drittpartei (*Co-Obligor*) verlangt, welche als mitunterzeichnende Vertragspartei neben der InvestCo oder subsidiär zur InvestCo alle oder gewisse definierte Vertragspflichten des Unternehmenskaufvertrages übernimmt. Als alternative Absicherung zum Co-Obligor kommt zudem die garantierende Drittpartei (*Guarantor*) in Betracht, welche für die InvestCo die Erfüllung der Anspruchsforderung des Käufers garantiert und damit in den meisten Fällen eine umfassendere Absicherung für den Käufer darstellt. Diese Garantie erfolgt oftmals in Form einer solidarischen Haftung gemäss Art. 143 ff. OR oder eines Vertrags zu Lasten eines Dritten gemäss Art. 111 OR. In diesem Fall sollte der Unternehmenskaufvertrag klar regeln, dass die Haftung des Guarantors durch eine spätere Liquidation, Insolvenz oder vergleichbare Umstrukturierungs- beziehungsweise Beendigungsmassnahmen auf Ebene der InvestCo oder des Private-Equity-Funds nicht berührt wird.

Zu den bewährten Absicherungsinstrumenten im Unternehmenskauf zählen insbesondere die Einrichtung eines Escrow-Kontos, der Kaufpreisrückbehalt (mit Verrechnungsrecht) sowie der Abschluss einer *Warranty-&-Indemnity*-Versicherung (W&I-Versicherung). Diese Massnahmen bieten dem Käufer zusätzlichen Schutz und sollten daher in den Verhandlungen mit den Verkäufern in der einen oder anderen Form nach Möglichkeit durchgesetzt werden, um das Risiko des Ausfalls eines Haftungssubjekts abzufedern.[115]

Alternativ kann dem Umstand einer im Vergleich zu strategischen oder operativen Verkäufern begrenzten Haftung des Private-Equity-Verkäufers wirtschaftlich Rechnung getragen werden, etwa durch die Vereinbarung einer

---

114 Vgl. oben Kap. II.1.b), II.3. und III.1.

115 Vgl. oben Kap. IV.2. sowie IV.4.–IV.6.

disproportionalen Haftungsverteilung oder eines entsprechenden Kaufpreisabschlags zulasten des Private-Equity-Funds, wofür im Gegenzug seine Haftung massgeblich eingeschränkt oder, soweit gesetzlich zulässig, ganz wegbedungen wird.

Obschon rein prozessual, aber gleichwohl eine hilfreiche Massnahme für den Käufer ist die Einführung des Verkäufervertreters (*Sellers' Representative*), der für sämtliche Belange des Unternehmenskaufvertrags die Verkäufer gegenüber dem Käufer vertritt und sich als einziger Ansprechpartner des Käufers konstituiert, und zwar unabhängig davon, ob eine der Verkäuferparteien liquidiert wird. Es erleichtert die Kommunikation und die Durchsetzung von Ansprüchen massgeblich, weil damit die Notifikationen unter dem Unternehmenskaufvertrag für den Käufer sichergestellt sind.

Der Private-Equity-Exit verdeutlicht damit in besonderer Weise, dass der Unternehmenskaufvertrag nicht nur festlegen muss, für welche Risiken der Verkäufer einzustehen hat, sondern ebenso sicherstellen sollte, dass nach Vollzug der Transaktion ein tatsächlich durchsetzbares und ausreichend leistungsfähiges Haftungssubjekt verbleibt.

VIII. Schlussfolgerungen

Der *Share Deal* verdeutlicht die strukturellen Grenzen des gesetzlichen Gewährleistungsrechts besonders klar. Während der Käufer rechtlich Beteiligungsrechte erwirbt, richtet sich sein wirtschaftliches Interesse auf das Unternehmen als solches. Die gesetzlichen Gewährleistungsregeln knüpfen demgegenüber an den kaufrechtlichen Vertragsgegenstand an und erfassen unternehmensbezogene Risiken nur unvollständig. Die Vertragspraxis reagiert darauf mit einem eigenständigen, vertraglich ausgestalteten Haftungsregime, welches die Risikoverteilung zwischen den Parteien weitgehend neu ordnet und die Lücke zwischen rechtlichem Kaufgegenstand und wirtschaftlichem Transaktionsziel schliesst.

Ausgangspunkt dieses Systems bilden Zusicherungen und Gewährleistungen (*Representations and Warranties*). Sie definieren den haftungsrechtlich massgeblichen Zustand des Targets und legen fest, für welche Eigenschaften der Zielgesellschaft der Verkäufer einzustehen hat. Ihre praktische Bedeutung erschöpft sich jedoch nicht im Umfang des Zusicherungskatalogs. Entscheidend ist vielmehr das Zusammenspiel mit den ihn begrenzenden und konkretisierenden Instrumenten. Für die Vertragsgestaltung folgt daraus, dass diese Ele-

mente nicht isoliert betrachtet werden dürfen, sondern gemeinsam einen einheitlichen Haftungsmechanismus bilden.[116]

Bei bekannten oder offengelegten Einzelrisiken stösst der allgemeine Zusicherungskatalog regelmässig an seine Grenzen. Ist ein bestimmtes Steuerverfahren, eine Umweltbelastung oder ein hängiger Rechtsstreit bereits identifiziert, geht es weniger um die Frage, ob das Target dem vertraglich zugesicherten Zustand entspricht, als vielmehr darum, welche Partei die finanziellen Folgen des konkreten Risikos tragen soll. Spezifische Schadloshaltungen (*Indemnities*) ermöglichen in solchen Fällen eine präzisere Risikozuweisung.[117] Sie erlauben es, auch bekannte Risiken unabhängig von allgemeinen Gewährleistungsmechanismen gezielt dem Verkäufer zuzuordnen. Ihre Wirksamkeit hängt jedoch wesentlich von ihrer Ausgestaltung ab. Insbesondere müssen Garantiefall, Umfang der Ersatzpflicht, anspruchsberechtigte Person, Verfahrenskontrolle bei Drittansprüchen sowie das Verhältnis zu Kaufpreisanpassungen, Rückstellungen und allgemeinen Haftungsbeschränkungen ausdrücklich geregelt werden.

In der M&A-Praxis zeigt es sich, dass der eigentliche Prüfstein eines Haftungsregimes nicht allein in der dogmatischen Begründung eines Anspruchs liegt, sondern in dessen praktischer Durchsetzbarkeit. Ein materiell bestehender Anspruch verliert erheblich an Wert, wenn nach dem *Closing* keine ausreichende Haftungsmasse mehr vorhanden ist oder die gesellschaftsrechtlichen Strukturen seine Durchsetzung erschweren. Instrumente wie Escrow, Kaufpreisrückbehalte, Bankgarantien, Co-Obligor- oder Guarantor-Strukturen sowie W&I-Versicherungen dienen daher nicht lediglich der Vollstreckungssicherung. Sie sind integraler Bestandteil der vertraglichen Risikoverteilung und bestimmen wesentlich die wirtschaftliche Werthaltigkeit von Haftungsansprüchen.[118]

Besonders deutlich wird dies in den untersuchten Transaktionskonstellationen, den drei Use Cases. Die Ausgestaltung des Haftungsregimes muss den strukturellen Besonderheiten von Private-Equity-Transaktionen Rechnung tragen.

Für den M&A-Anwalt gilt somit die Erkenntnis, dass die dogmatische Einordnung von Zusicherungen, Garantien und Schadloshaltungen zwar eine notwendige Grundlage bildet, die praktische Funktionsweise des Haftungsregimes jedoch nicht vollständig erklärt. Die Bedeutung eines Anspruchs bestimmt sich nicht al-

116 Vgl. oben Kap. II.2. und II.3.
117 Vgl. oben Kap. III.1. und III.2.b).
118 Vgl. oben Kap. IV.1.–IV.6.

lein nach seiner Rechtsnatur, sondern ebenso nach seiner Einbettung in die vertragliche Risikozuweisung, die gesellschaftsrechtliche Transaktionsstruktur und die zur Verfügung stehenden Sicherungsmechanismen. Das Haftungsregime im Unternehmenskauf ist daher als Zusammenwirken von Gewährleistungsrecht, vertraglicher Risikoverteilung, Anspruchskontrolle und Anspruchssicherung zu verstehen.

Für die Praxis ergibt sich daraus die zentrale Erkenntnis, dass Haftungsfragen bereits bei der Strukturierung der Transaktion mitzudenken sind. Es genügt nicht, einen umfassenden Zusicherungskatalog mit standardisierten Haftungsbeschränkungen zu kombinieren. Vielmehr ist zu prüfen, wer den Anspruch hält, wer über dessen Geltendmachung entscheidet, gegen wen er wirtschaftlich durchgesetzt werden kann und ob nach dem *Closing* eine ausreichende Haftungsmasse vorhanden bleibt. Ein sachgerecht ausgestalteter Unternehmenskaufvertrag regelt deshalb nicht nur die Entstehung und den Umfang von Ansprüchen. Er stellt zugleich sicher, dass diese Ansprüche innerhalb der konkreten Private-Equity-Transaktionsstruktur tatsächlich kontrolliert, gesichert und effektiv durchgesetzt werden können. Dadurch wird das Haftungsregime zu einem zentralen Instrument der Risikosteuerung und letztlich zu einem entscheidenden Faktor für die wirtschaftliche Funktionsfähigkeit der Transaktion.

Literaturverzeichnis

Blum Oliver, Internationaler Vergleich typischer Klauseln aus M&A-Verträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich/Basel/Genf 2015, 227 ff.

Böckli Peter, Gewährleistungen und Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Zürich 1998, 85 ff.

CMS Legal Services EEIG, CMS European M&A Study 2025, 17th Edition, März 2025 (zit. CMS Study).

Diem Hans-Jakob, Leistungsstörungen und Rechtsbehelfe im Unternehmenskauf, in: Diem Hans-Jakob (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XXII, Zürich 2021, 21 ff.

Durand Audrey, L'assurance W&I en Suisse, GesKR 2024, 74 ff.

Frey Martin/Hanselmann Petra, Warranty & Indemnity Insurance und Private Equity, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity VI, PE 6.0: Neue Mitspieler, neue Technologien, neue Themen, neues Recht, Zürich/Basel/Genf 2018, 55–78.

Haeberli Daniel/Pestalozzi Christoph M., Art. 111, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Privatrecht, Obligationenrecht I (Art. 1–529 OR), 8. A., Basel 2025, Rz. YY.

Hopt Klaus J., M&A, Due Diligence und Kautelarpraxis (2/2), ZHR 186/2022, 40 ff.

Isler Peter R., Verjährung und Verwirkung von Gewährleistungsansprüchen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IX, Zürich 2007, S. 1 ff.

Peyer Patrik R./Maurer Moritz, Kaufvertrag, in: Jörg Florian S./Gnos Urs P./Olgiati Lorenzo (Hrsg.), Mergers & Acquisitions, Basel 2022, 437 ff.

Rötheli Andreas, Go-Shop-Vereinbarungen, Going Private durch LBO, R&W-Versicherungen, Bond-Finanzierung und weitere Themen und Trends in Private Equity-Transaktionen, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity IV, Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder, EIZ Band 155, Zürich/Basel/Genf 2014, 99–124.

Schenker Urs, Unternehmenskauf, Rechtliche und steuerliche Aspekte, Bern 2016.

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

Vischer Markus, Garantien und verwandte Versprechen wie Gewährleistungen, indemnities und covenants in Unternehmenskaufverträgen, SJZ 109/2013, 325 ff.

Vonlanthen Christoph/Triebold Oliver, Warranties, Indemnities and Insurance in Private M&A, in: Studer Ueli/Tsün Kelsang/Long Joanna (Hrsg.), Swiss M&A, 4. A., London 2023, 125–136.

Watter Rolf, Schadloshaltungsklauseln in M&A-Verträgen, in: Tschäni Rudolf (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XIX, Zürich 2017, S. 7 ff.

Werlen, Stephan/Mannsdorfer, Thomas M., Versicherung von Transaktionsrisiken, GesKR 2013.

Wolf Matthias/Ehrsam Simone, Sachgewährleistung beim Unternehmenskauf: Entdeckung des Mangels, GesKR 2013, 299 ff.

Zellweger-Gutknecht Corinne, Art. XX, in: Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), Basler Kommentar, Schweizerisches Privatrecht, Obligationenrecht I (Art. 1–529 OR), 8. A., Basel 2025, Rz. YY.

Zuletzt erschienene Bände bei EIZ Publishing, Zürich

Band 238 **EU Enlargement and European Integration: Challenges and Perspectives**
14th Network Europe Conference – Stockholm, 25–26 September 2023
Andreas Kellerhals, Tobias Baumgartner, Fatlum Ademi (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi, Antonina Bakardjieva Engelbrekt, Melita Carević, Jelena Ceranic Perisic, Viorel Cibotaru, Waltraud Hakenberg, Garine Hovsepian, Andreas Kellerhals, Lee McGowan, Henri Vogt, Ralph Weber, 2024 – CHF 60.00.

Band 239 **Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten**
9. Tagung zu Private Equity – Tagungsband 2024
Dieter Gericke (Hrsg.), mit Beiträgen von Jonas Bühlmann, Tino Gaberthüel, Dieter Gericke, Till Haechler, Petra Hanselmann, Reto Heuberger, Michel Jaccard, Yannic Schönenberger, Marc Walter, Caspar Wehrle, 2024 – CHF 60.00.

Band 240 **Sexuelle Belästigung im öffentlichen und virtuellen Raum – Fokus der Kriminalprävention**
14. Zürcher Präventionsforum – Tagungsband 2024
Christian Schwarzenegger, Rolf Nägeli, Aurelia Gurt (Hrsg.), mit Beiträgen von Naomi Chinasa Bögli, Aurelia Gurt, Pia Kuchenmüller, Dayana Mordasini, Rebecca Sigg, Claudia Stam, Aner Voloder, 2024 – CHF 60.00.

Band 241 **Parteienkrieg und Verzögerungsbomben im Wirtschaftsstrafprozess**
15. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2024
Marc Jean-Richard-dit-Bressel, David Zollinger (Hrsg.), mit Beiträgen von Simone Brunner, Claire A. Daams, Friedrich Frank, Daniel Holenstein, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Konrad Jeker, Tanja Knodel, Gregor Münch, Cédric Remund, David Zollinger, 2024 – CHF 60.00.

Band 242 **AT 1, Ad hoc, L-QIF, ESG, Insider, etc.: im Reich der guten und der bösen Akronyme und Abkürzungen**
Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XIX – Tagungsband 2023
Thomas U. Reutter, Thomas Werlen (Hrsg.), mit Beiträgen von Rainer Adlhart, Andrea Andelic, Caroline Clemetson, Fabienne Crisovan, Sarah Ganz, Deirdre Ní Annracháin, Silke Weller, 2025 – CHF 60.00.

Band 243 **Verantwortlichkeitsrecht im Wandel**
Verantwortlichkeit im Unternehmensrecht XII Tagungsband 2024
Peter R. Isler, Rolf Sethe (Hrsg.), mit Beiträgen von Isabelle Berger, Patrik Fisch, Peter R. Isler, Valentin Jentsch, Valerie Meyer Bahar, Tobias F. Rohner, Rolf Sethe, 2025 – CHF 60.00.

Band 244 **Fachtagung Bedrohungsmanagement – Herausforderungen unserer Zeit**
Tagungsband 2024
Christian Schwarzenegger, Reinhard Brunner (Hrsg.), mit Beiträgen von Milena Brüni, Reinhard Brunner, Regina Carstensen, Karin Fehlmann, David Frei, Vivian Frei, Thomas Gerber, Katharina Girsberger, Anna Gottwald, Leonardo Vertone, 2025 – CHF 60.00.

Band 245 **Sicherheit & Souveränität in Europa**
Referate zu Fragen der Zukunft Europas 2022
Andreas Kellerhals (Hrsg.), mit Referaten von Michael Flügger, The Rt Hon Lord Frost of Allenton CMG, Botschafter Frédéric Journès, Livia Leu, Egils Levits, David Malpass, Petros Mavromichalis, Ambassador Chitra Narayanan, Ambassador Kojiro Shiraishi, Denys Shmyhal, Prof. Dr. Gabriele Siegert, Manuel Valls, Prof. Dr. Shinya Yamanaka, Volodymyr Zelenskyy, Dr. Andreas Zünd, 2025 – CHF 59.90.

Band 246 **Aufbruchstimmung in der M&A-Landschaft**
27. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2024
Tino Gaberthüel, Matthias Wolf (Hrsg.), mit Beiträgen von Tina Balzli, Brice Bolinger, Dieter Gericke, Marie Klingsporn, Matthias P. A. Müller, Christoph Neeracher, Philippe Seiler, Michael Tschan, Matthias Wolf, 2025 – CHF 60.00.

Band 247 **Der Kapitalmarkt zwischen Flotation (Börsengang) und Naufragium (Restrukturierung): Navigation durch Regulierung und technologischen Wandel**
Kapitalmarkt – Recht und Transaktionen XX – Tagungsband 2024
Thomas U. Reutter, Thomas Werlen (Hrsg.), mit Beiträgen von Sandro Fehlmann, Thomas Müller, Anna Peter, Thomas U. Reutter, Kaan Saritas, Patrick Schärli, Jan Schmid, Michael Urwyler, Philippe Weber, Matthias Zinniker, 2026 – CHF 60.00.

Band 248 **Mehr Ordnung, weniger Spielraum? M&A im Wandel der Kräfteverhältnisse**
28. Zürcher Konferenz Mergers & Acquisitions – Tagungsband 2025
Tino Gaberthüel, Matthias Wolf (Hrsg.), mit Beiträgen von Lukas Aebi, Heiner Braun, Ann-Kathrin Bühler, Mirjam Eggen, Simone Ehrsam, Frank Gerhard, Andreas Hinsen, Urs Kägi, Marc D. Nagel, Matthias Wolf, 2026 – CHF 60.00.

Band 249 **Unternehmenskonkurse und Strafrecht**
16. Schweizerische Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht – Tagungsband 2025
Marc Jean-Richard-dit-Bressel, David Zollinger (Hrsg.), mit Beiträgen von Martin Andenmatten, Friedrich Frank, Daniel Holenstein, Marc Jean-Richard-dit-Bressel, Franco Lorandi, Nora Markwalder, Simone Nadelhofer, David Zollinger, 2026 – CHF 60.00.

Band 250 **VAG/AVO Revision – Erwartetes und Überraschendes**
Tagungsband 2025
Hansjürg Appenzeller, Monica Mächler (Hrsg.), mit Beiträgen von Hansjürg Appenzeller, Camille Bosgiraud, Fabrice Eckert, Joachim Frick, Andy Jackson, Monica Mächler, Romain Paserot, Rafal Szala, 2026 – CHF 60.00.

Band 251 **Fachtagung Bedrohungsmanagement – Risikofelder und Schutz für Opfer**
Tagungsband 2025
Christian Schwarzenegger, Reinhard Brunner (Hrsg.), mit Beiträgen von Reinhard Brunner, Thyra Elsasser, Elmar Habermeyer, Kaya Häfeli, Dominice Häni, Susanne C. Leu, Agnes Leukens, Mirjam Loewe, Christina Müller, Jörg Müller, Christian Schneider, Nadja Weir, 2026 – CHF 60.00.

Weitere Publikationen und Monografien

Swiss Administrative Law
Felix Uhlmann (Hrsg.), 2026 – CHF 30.90/49.90.

Navigating Digital Safety for Minors in Europe
A Legal Analysis and Comparison
Jutta Oberlin, Sarah von Hoyningen-Huene, 2026 – CHF 34.90/49.90.

Ständemehr ohne Verfassungsgrundlage?
Das Staatsvertragsreferendum sui generis und die Bilateralen III
Martin Dumermuth (Hrsg.), 2026 – CHF 29.90/49.90.

Rare Diseases
Eine interdisziplinäre Betrachtung
Brigitte Tag, Matthias Baumgartner (Hrsg., unter Mitwirkung von Carolin Ehrentraut und Isabel Baur), mit Beiträgen von Tanja Frey, Vanessa Grand, Marinella Gugliotta, Bianca Link, Ilaria Luperi, Sandra Tölle, Ina Vogt, Olivia Wälti, 2026 – CHF 32.90/49.00.

10 Jahre Brexit: Erwartungen und Realität – Lehren für die Schweiz?
Jan Atteslander, Tobias Lock, 2026 – CHF 15.00/32.90.

Bilaterale III: Landesinterne Sicherungen der Demokratie – FOKUS Parlament
Thomas Pfisterer, 2026 – CHF 16.00.

Mosaiksteine aus einem vielfältigen Leben
vom Verfassungsrat über Gerichte, Regierungsrat und Ständerat bis zu internationalen Aufträgen – Festschrift zum 85. Geburtstag von Thomas Pfisterer
Benjamin Böhler, Andreas Glaser, Christian Rathgeb, Martina Suter (Hrsg.), 2026 – CHF 85.00/90.00.

Bilaterale Abkommen III Schweiz-EU
Erste Analysen
Christine Kaddous, Andreas Kellerhals (Hrsg.), mit Beiträgen von Fatlum Ademi, Thomas Cottier, Stéphanie Dagron, Regula Dettling-Ott, Markus Dieth, Astrid Epiney, Michael Hahn, Simon Hirsbrunner, Christine Kaddous, Andreas Kellerhals, Evelyn Kirchsteiger-Meier, David Kläui, Cornelia Lüthy, Francesco Maiani, Andreas Th. Müller, Matthias Oesch, Benedikt Pirker, Sarah Progin-Theuerkauf, Johannes Rohrmann, Ana Šijaković Kressner, Louise Tinguely, Christa Tobler, Wesselina Uebe, 2026 – CHF 61.00/75.00.

Rechtliche Steuerung der Landgewinnung im alpinen Raum
Untersuchung am Beispiel der Autobahnüberdeckung Airolo
Andreas Abegg, Oliver Streiff (Hrsg.), 2026 – CHF 25.00/45.00.

Zwischen Denken und Handeln
Festschrift für Lukas Glanzmann zum 60. Geburtstag
Benedikt L. Rutscheidt, Markus Wolf (Hrsg.), mit Beiträgen von Alexander Blaeser, Matthias Courvoisier, Roland Fischer, Jürg Frick, Sammy Guidoum, Daniel Hunkeler, Marjolaine Jakob, René Kühn, Silvan Loser, Ralph Malacrida, Samuel Marbacher, Yves Mauchle, Joachim Ponseck, Marco Rostetter, Benedikt L. Rutscheidt, Jean-Daniel Schmid, Artur Swierczok, Alisa Tannert, Alexander Vogel, Georg J. Wohl, Markus Wolf, 2026 – CHF 54.90/66.90.

Dieser 10. Band zu Private Equity gehört zum «Must-read» eines jeden Rechts-, Steuer- und Finanzberaters sowie Akteurs der schweizerischen Private Equity- und Venture Capital-Welt. Von sehr hoher praktischer Aktualität ist das von ETH-Experten eigens entwickelte, mit künstlicher Intelligenz operierende Instrument zur Analyse der ökonomischen Auswirkungen von Venture Capital-Verträgen. Ferner befassen sich die Beiträge mit Markttrends wie Owner-Buyout Transaktionen oder Sportinvestments, mit Exit-Strategien und Steuerfolgen bei Exits und Ausschüttungen an Fonds, mit den neuen SECA Standardverträgen und mit besonderen Haftungsfragen bei Private Equity-Transaktionen. Die Beiträge basieren auf den Vorträgen erfahrener Fachexperten anlässlich der 10. Tagung zu Private Equity des Europa Instituts an der Universität Zürich / ETHZ vom Januar 2026. 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:

Elliott Ash
Larissa Bassin
Stephan Erni
Aurélie Guex-Crosier
Pascal Honold
Philippe Jacquemoud
Margrit Marti
Elisha Odenheimer
Stefan Oesterhelt
Isabelle Siegrist
Alexander Stremitzer