

Private Equity in der Schweiz: Regulierungsvermeidung + Strukturoptimierung (mit Rechtsprechung bis 2015)

Bulletin 3/2016

Zürich, September 2016

Management Summary

Bei Private Equity-Finanzierungen geht es zu einem wesentlichen Teil darum, Regulierungen zu vermeiden und gesellschaftsrechtliche Strukturvorgaben mit vertraglichen Mitteln zu optimieren. Dieses Bulletin zu Private Equity in der Schweiz beschäftigt sich mit beiden Aspekten. Es berücksichtigt die neueren Entwicklungen und aktuellen Diskussionen in Lehre und Rechtsprechung.



Dr. Alois Rimle
Rechtsanwalt, LL.M.

Inhalt

Finanzierung mit Risikokapital	2
Private Equity-Finanzierung	2
Risikokapital	2
Investoren	2
Strukturierung der Finanzierung	3
Finanzinvestoren	3
Private und institutionelle Investoren	3
Vermögende Privatpersonen	3
Banken	3
Versicherungsunternehmen	3
Pensionskassen	3
Private Equity-Fonds.....	4
Indirekte Finanzierung	4
Limited Partnership	4
KGK	4
Investmentgesellschaft	4
Investmentclub	4
Besondere Fonds.....	4
Fonds-Verwaltung und Fonds-Vertrieb	5
Fonds-Verwaltung nach Kollektivanlage-gesetz	5
Fonds-Vertrieb nach Kollektivanlagegesetz	5
Verwaltung und Vertrieb nach EU-Recht	6

Direktvertrieb durch PE-Gesellschaft.....	7
Aufsichtsrechtliche Anforderungen.....	7
Vermeidung des Kollektivanlagegesetzes.....	7
Vermeidung des Börsen- und Bankengesetzes	8
Vermeidung der Prospektspflicht nach OR	9
Crowdfunding	9
OTC-Plattformen	10
Instrumente der Eigenkapitalfinanzierung ...	11
Aktien für Unternehmer.....	11
Aktien- und Optionsbeteiligungspläne.....	11
Aktien für Investoren	11
Partizipationsscheine für Investoren.....	12
Instrumente der Mezzanine-Finanzierung	12
Mezzanine-Kapital.....	12
Subordination des Darlehens.....	12
Wandel- oder Optionsrechte.....	12
Pflichtwandel-Darlehen	12
Contingent Convertibles.....	13
Venture Capital Transaktionen	13
Finanzierung durch Kapitalerhöhung	13
Finanzierungsrunden	13
Verwässerungsschutz	14
Beteiligungsübersicht.....	14

Transaktionsstrukturierung	15
Gewährleistung gegenüber Investoren	16
Meldung der wirtschaftlich berechtigten Person	16
Gesellschaftsrechtliche Organisation	17
Generalversammlung	17
Verwaltungsrat.....	18
Geschäftsführung.....	19
Revisionsstelle.....	19
Optimierung der Organisation	19
Managementbeteiligung	19
Entsandter Verwaltungsrat	20
Stimmbindung	21
Krisenbewältigung	22
Gesellschaftsrechtliche Ausgestaltung	23
Zwei Gestaltungsebenen.....	23
Statuten	24
Organisationsreglement	24
Vertragsrechtliche Ausgestaltung.....	25
Verträge von VC-Transaktionen.....	25
Beteiligungsvertrag	25
Muster-Beteiligungsvertrag.....	26
Aktionärsbindungsvertrag.....	26
Muster-Aktionärsbindungsvertrag	28
Mezzanine-Darlehensvertrag	29
Mandatsvertrag.....	29
Arbeitsvertrag	29
Escrow-Vertrag	29
Literaturverzeichnis	30
Abkürzungen	30

Finanzierung mit Risikokapital

Private Equity-Finanzierung

Eine PE-Finanzierung ist eine Finanzierung mit Risikokapital eines nicht börsenkotierten Unternehmens in Form einer Aktiengesellschaft („PE-Gesellschaft“) durch Finanzinvestoren, um einen Entwicklungs- oder Wachstumsschritt zu finanzieren. Frühe PE-Finanzierungen (Venture Capital) erfolgen zugunsten von jungen Unternehmen, die die Gewinnschwelle in der Regel noch nicht erreicht haben und kaum über verwertbare Vermögenswerte verfügen (Phase von Gründung, Aufbau und Wachstum). Solche Finanzierungen sind mit hohen Ausfallrisiken verbunden. Ein attraktiver Exit steht erst mittel- und langfristig in Aussicht. VC-Finanzierungen sind von anderen PE-Finanzierun-

gen zu unterscheiden, etwa von Later Stage-Finanzierungen, Buy-out-Finanzierungen und Restrukturierungs-Finanzierungen. Die nachfolgenden rechtlichen Ausführungen sind vor allem für VC-Finanzierungen relevant. Sie gelten aufgrund ihrer allgemeinen Natur teilweise aber auch für andere Formen von PE-Finanzierungen.

Risikokapital

PE-Finanzierungen sind Finanzierungen mit Risikokapital. Risikokapital ist Kapital, mit dem ein Unternehmen Verluste aus der eigenen Geschäftstätigkeit ausgleicht. Risikokapital umfasst Eigenkapital und Mezzanine-Kapital (Eigenkapital mit Fremdkapitalelementen und Fremdkapital mit Eigenkapitalelementen).

Investoren

Eine PE-Gesellschaft wird zu Beginn regelmässig von den Gründern und dem Geschäftsführer („*Unternehmer*“) finanziert oder mitfinanziert. Sie wollen beispielsweise eine Idee zu einem marktfähigen Produkt entwickeln, verfügen dazu aber langfristig nicht über die erforderlichen finanziellen Mittel. Die Finanzierung erfolgt durch die Unternehmer selbst und durch nahestehende Personen. Eine Finanzierungsrunde in dieser Frühphase des Unternehmens ist rechtlich unkompliziert, hingegen besteht aufgrund der persönlichen Verhältnisse ein erhöhtes Konfliktpotential. Es wird dem rechtlichen Rahmen noch keine grosse Aufmerksamkeit geschenkt, was später zu aufwändigen Aufräumaktionen führen kann.

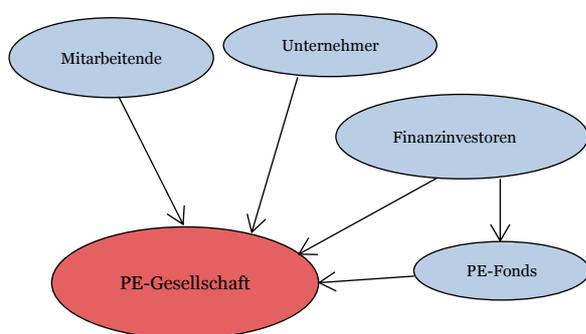
Im Fall von Jungunternehmern kann in der nächsten Phase die Finanzierung durch sog. *Business Angels* erfolgen. Dabei handelt es sich um Investoren, die selber Unternehmer oder Manager waren und die neben Kapital auch Erfahrung, Kontakte und Netzwerke in das Unternehmen einbringen. Die Finanzierung wird in dieser Phase bereits komplexer. Sie findet für gewöhnlich unter Beachtung von professionellen Rahmenbedingungen statt.

In einer weiteren Phase erfolgt die Finanzierung durch die *Finanzinvestoren*, die das Risikokapital zur Verfügung stellen. Sie sind bereit, das hohe Risiko von PE-Investitionen zu akzeptieren, jedoch nur, wenn das Unternehmen ein grosses Gewinnpotential aufweist. Finanzinvestoren investieren regelmässig indirekt über PE-Fonds. Sie können aber auch direkt investieren. Gegebenenfalls werden sie unmittelbar Aktionär oder Gläubiger der PE-Gesellschaft. Finanzinvestoren können allein oder zusammen mit ande-

ren Finanzinvestoren investieren. Die Finanzierung erfolgt im Rahmen einer VC-Transaktion (*Finanzierungsrunde*). Diese setzt sich zusammen aus einer Vorbereitungsphase (Kontaktaufnahme mit potentiellen Investoren), einer Verhandlungsphase und einer Vollzugsphase.

An einer PE-Gesellschaft sind regelmässig auch die Mitarbeitenden beteiligt. Sie beteiligen sich in der Regel im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (zum Ganzen ausführlich siehe Frick, S. 5 ff.; Wenger/Speck, S. 174 ff.).

Die PE-Investoren können vereinfacht wie folgt dargestellt werden:



Strukturierung der Finanzierung

Bei der Strukturierung einer PE-Finanzierung geht es vor allem um die Regelung des Verhältnisses zwischen Unternehmern und Finanzinvestoren und zwischen Finanzinvestoren untereinander. Die Strukturierung erfolgt mit gesellschafts- und vertragsrechtlichen Mitteln. Dabei sind vorgängig allerdings aufsichtsrechtliche Schranken und Anforderungen sowie steuerliche Folgen zu bedenken. Es wird bei der Strukturierung von PE-Finanzierungen regelmässig versucht, aufsichtsrechtliche Anforderungen möglichst zu vermeiden und anfallende Steuern möglichst zu minimieren.

Finanzinvestoren

Private und institutionelle Investoren

Finanzinvestoren unterscheiden sich von strategischen Investoren durch ihr Investitionsmotiv. Finanzinvestoren haben anders als strategische Investoren keine strategischen Motive für ihre Investitionen. Sie investieren zu Anlagezwecken und sind am Gewinn interessiert, der ihnen aus der operativen Tätigkeit des Unternehmens zufließt. Finanzinvestoren sind typischerweise institutionelle Investoren oder vermögende Privatpersonen.

toren sind typischerweise institutionelle Investoren oder vermögende Privatpersonen.

Vermögende Privatpersonen

Bei vermögenden Privatpersonen mit PE-Anlagen handelt es sich um Personen, die über ein Anlagevermögen verfügen, dessen Grösse ihnen eine entsprechende Diversifizierung erlaubt. Sie sind im Umgang mit alternativen Anlagen erfahren oder werden entsprechend beraten. PE-Anlagen erfolgen im Namen der Privatperson selbst oder im Namen der Depotbank. Zu dieser Art von Finanzinvestoren können auch Family Offices gezählt werden.

Banken

Banken können PE-Anlagen auf Rechnung des Kunden im Rahmen ihrer eigenen Vermögensverwaltungstätigkeit oder auf Anweisung unabhängiger Vermögensverwalter tätigen. Banken dürfen auch eigene Mittel für PE-Anlagen verwenden. Wie weit solche Anlagen als aufsichtsrechtlich anrechenbare Eigenmittel berücksichtigt werden können, bestimmt sich hauptsächlich nach dem Bankengesetz, der Eigenmittelverordnung und dem FINMA-RS 2013/1 „Anrechenbare Eigenmittel Banken“.

Versicherungsunternehmen

Versicherungsunternehmen können im Rahmen des gebundenen Vermögens PE-Anlagen tätigen. Sie tun dies im Rahmen der Nichtlebens- und klassischen Lebensversicherung auf eigene Rechnung und im Rahmen der anteilgebundenen Lebensversicherung auf Rechnung der Versicherten. Die aufsichtsrechtlichen Schranken für PE-Anlagen im gebundenen Vermögen ergeben sich aus der Versicherungsaufsichtsverordnung und dem FINMA-RS 2008/18 „Anlagerichtlinien Versicherer“ (das gegenwärtig überarbeitete wird). Versicherungsunternehmen dürfen wie Banken auch eigene Mittel für PE-Anlagen verwenden. Gegebenenfalls bestehen Vorschriften betreffend die marktnahe Bewertung der Aktiven (Anhang 3 zur AVO; Anhang 1 zum FINMA-RS SST 2008/44).

Pensionskassen

Pensionskassen dürfen Gelder der beruflichen Vorsorge im Rahmen von PE-Anlagen investieren. Der zulässige Umfang ergibt sich aus der Verordnung über die berufliche Vorsorge BVV2. Danach sind alternative Anlagen inkl. Private Equity (Art. 53 Abs. 1 lit. e BVV2) mit einer Anlagekategoriebegrenzung bis zu 15 Prozent (Art. 55 lit. d BVV2) zulässig.

Private Equity-Fonds

Indirekte Finanzierung

Finanzinvestoren investieren regelmässig nicht direkt, sondern indirekt in PE-Fonds, die dann ihrerseits das kapitalsuchende Unternehmen finanzieren. PE-Fonds dienen der kollektiven Kapitalanlage (siehe hinten). Sie können verschiedene Rechtsformen annehmen. Einige davon werden nachfolgend kurz besprochen.

Limited Partnership

Bei nicht-schweizerischen PE-Fonds ist vor allem die angelsächsische Limited Partnership beliebt, weil sie flexibel ausgestaltet werden kann. Es handelt sich bei ihr um eine personenbezogene Rechtsgemeinschaft ohne eigene Rechtspersönlichkeit. Eine Limited Partnership kann dazu dienen, PE-Anlagen in der Schweiz zu tätigen.

Ausländische Standorte sind für PE-Fonds gegenwärtig attraktiver als schweizerische Standorte. Dies ergibt sich hauptsächlich aus der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung. Ob bei der Auszahlung auf Stufe Limited Partnership zusätzliche Steuern anfallen, richtet sich nach dem relevanten ausländischen Steuerrecht.

KGK

Bei der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen („KGK“) handelt es sich um eine spezialgesetzliche Kommanditgesellschaft speziell für Anlagen in Risikokapital (Art. 103 Abs. 1 KAG). Es ist eine Rechtsgemeinschaft ohne eigene Rechtspersönlichkeit.

Im Bereich der direkten Bundessteuer besteht Steuertransparenz. Hingegen wird dieser Grundsatz bei der Verrechnungssteuer durchbrochen. Sie ist auf Zinsen, Renten, Gewinnanteilen und sonstigen Erträgen geschuldet (Art. 4 Abs. 1 lit. c VStG). Wegen der Verrechnungssteuerpflicht sind schweizerische kollektive Kapitalanlagen für ausländische Investoren wenig attraktiv.

Die KGK unterstehen dem Kollektivanlagegesetz und müssen von der FINMA bewilligt werden (Art. 13 und 15 KAG). Des Weiteren unterstehen sie dem GwG, sofern sie selber Anteile einer kollektiven Kapitalanlage vertreiben (Art. 2 Abs. 2 lit. b-bis GwG).

Investmentgesellschaft

Investmentgesellschaften sind zwar nicht direkt auf PE-Anlagen ausgerichtet. Sie eignen sich gleichwohl auch für solche Anlagen. Das gilt insbesondere für börsenkotierte Investmentgesellschaften, bei denen die Investoren ihre Beteiligung jederzeit liquidieren können. Auch private Investmentgesellschaften für qualifizierte Anleger können für PE-Anlagen zur Anwendung kommen. Allerdings werden solche Gesellschaften wie eine Kapitalgesellschaft besteuert. Zudem kann sich die Realisierung der Investition wegen der fehlenden Börsenkotierung schwierig gestalten und möglicherweise mit erheblichen Steuernachteilen verbunden sein (Verrechnungssteuer). Wegen der Exit-Problematik und den bestehenden Steuernachteilen dürfte es nicht viele solche Gesellschaften geben, die in Private Equity investieren.

Investmentgesellschaften, die an einer Schweizer Börse kotiert sind, oder deren Aktionäre (mit Namenaktien) ausschliesslich qualifizierte Anleger (d.h. Anleger im Sinne von Art. 10 Abs. 3, 3bis und 3ter KAG) sind, sind dem Kollektivanlagegesetz nicht unterstellt (Art. 2 Abs. 3 KAG). Hingegen sind sie dem GwG unterstellt, sofern sie selber Anteile einer kollektiven Kapitalanlage vertreiben (Art. 2 Abs. b-bis GwG).

Investmentclub

Investmentclubs sind selbstverwaltete kollektive Kapitalanlagen. Sie unterstehen dem Kollektivanlagegesetz nicht, sofern deren Mitglieder in der Lage sind, ihre Vermögensinteressen selber wahrzunehmen (Art. 2 Abs. 2 lit. f KAG). Die Voraussetzungen des Investmentclubs sind in Art. 1a KKV geregelt. Investmentclubs können rechtlich unterschiedlich ausgestaltet sein. In Frage kommen insbesondere Verein, einfache Gesellschaft, Personengesellschaften, aber auch GmbH oder AG.

Die Form eines Investmentclubs kann sich für PE-Anlagen mit maximal 20 Investoren gut eignen. Diese Obergrenze entspricht dem ESTV-Merkblatt über die steuerliche Behandlung von inländischen Investmentclubs. Bei dieser Zahl kann in steuerlicher Hinsicht noch angenommen werden, dass untereinander eine persönliche Beziehung besteht und eine gemeinsame Verwaltung möglich ist.

Besondere Fonds

Zunächst kann die *Anlagestiftung* als besonderer Fonds betrachtet werden. Sie ist eine Einrichtung der beruflichen Vorsorge. Es handelt sich dabei um

eine Stiftung nach Art. 80 ff. ZGB mit dem Zweck, das Vermögen von Vorsorgeeinrichtungen im Sinne des BVG kollektiv und professionell anzulegen und zu verwalten. Anlagestiftungen sind steuerbefreit, sofern ihnen nur Institute angeschlossen sind, die ihrerseits als Vorsorgeeinrichtungen steuerbefreit sind. Auch wenn der Zweck der Anlagestiftungen nur mittelbar in der beruflichen Vorsorge liegt, werden sie gleichwohl bezüglich Steuerpflicht den Vorsorgeeinrichtungen gleichgestellt. Sie sind dementsprechend nach Art. 80 Abs. 2 BVG von der direkten Steuer auf Stufe Bund, Kantone und Gemeinden sowie von den Erbschafts- und Schenkungssteuern der Kantone und Gemeinden befreit. Anlagestiftungen sind dem Kollektivanlagegesetz nicht unterstellt (Art. 2 Abs. 2 lit. a KAG).

Eine besondere Fondsart ist des Weiteren das *interne Sondervermögen*. Banken und Effektenhändler können interne Sondervermögen vertraglicher Art schaffen, um das Vermögen bestehender Kunden kollektiv zu verwalten. Die Beteiligung der Kunden am internen Sondervermögen erfolgt aufgrund eines schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrags. Dabei werden keine Anteilscheine herausgegeben und es findet kein Vertrieb des Sondervermögens statt. Ein so ausgestaltetes Sondervermögen, das für PE-Investments genutzt wird, untersteht nicht dem Kollektivanlagegesetz (Art. 4 KAG). Das interne Sondervermögen hat keine eigene Rechtspersönlichkeit. Es ist steuertransparent. Steuern fallen nur auf der Stufe des Kunden an.

Fonds-Verwaltung und Fonds-Vertrieb

Fonds-Verwaltung nach Kollektivanlagegesetz

Personen, die in der Schweiz oder von der Schweiz aus kollektive Kapitalanlagen verwalten, sind dem Kollektivanlagegesetz grundsätzlich unterstellt und bedürfen einer Bewilligung der FINMA (Art. 2 Abs. 1 lit. c und Art. 13 Abs. 2 lit. f KAG).

Das Kollektivanlagegesetz sieht für Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen gewisse Ausnahmen von der Unterstellungspflicht vor. Eine Ausnahme besteht zunächst, wenn das verwaltete Vermögen umfangmässig begrenzt ist (CHF 100 bzw. CHF 500 Millionen als Private Equity-Ausnahme nach Art. 2 Abs. 2 lit. h KAG). Hingegen dürfen sich Vermögensverwalter, die eine solche Ausnahme von

der allgemeinen Bewilligungspflicht beanspruchen könnten, freiwillig dem Kollektivanlagegesetz unterstellen und eine Bewilligung beantragen, wenn dies vom Land gefordert wird, in dem die kollektive Kapitalanlage aufgesetzt oder vertrieben wird (Opt-in; Art. 2 Abs. 2bis KAG).

Eine weitere Ausnahme besteht, wenn sich die schweizerische Gesellschaft auf eine reine Advisory-Tätigkeit beschränkt und keinerlei Anlageentscheide trifft. Beispielsweise agiert ein schweizerisches Family Office als Financial Advisor des ausländischen Portfolio Managers oder Fonds ohne Weisungsbefugnisse für die ausländischen kollektiven Kapitalanlagen. Die geschaffenen Strukturen müssen der Realität entsprechen; die Bestellung eines pro forma-Vermögensverwalters im Ausland ist nicht ausreichend.

Fonds-Vertrieb nach Kollektivanlagegesetz

Der Vertrieb von Anteilen an PE-Fonds richtet sich grundsätzlich nach den Regeln des Kollektivanlagegesetzes. Es handelt sich im PE-Bereich vor allem und Angebote an *qualifizierte Anleger* im Sinne von Art. 10 Abs. 3, 3bis und 3ter KAG und „*vertriebsqualifizierte*“ *Anleger* im Sinne von Art. 3 Abs. 1 und 2 KAG.

PE-Fonds sind oftmals *qualifizierten Anlegern* im Sinne von Art. 10 Abs. 3, 3bis und 3ter KAG vorbehalten. Daraus ergeben sich in der Folge verschiedene gesetzliche Erleichterungen. Qualifizierte Anleger im Sinne von Art. 10 Abs. 3 KAG sind vor allem beaufsichtigte Finanzintermediäre (Banken, Effektenhändler, Fondsleitungen, Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen), beaufsichtigte Versicherungseinrichtungen und Unternehmen mit professioneller Tresorerie (institutionelle Anleger). Qualifizierte Anleger im Sinne von Art. 10 Abs. 3ter KAG sind Investoren, die einen schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag mit einem Finanzintermediär oder einem unabhängigen Vermögensverwalter im Sinne von Art. 3 Abs. 2 lit. b und c KAG abgeschlossen haben, sofern sie nicht schriftlich erklärt haben, dass sie nicht als solche gelten wollen. Qualifizierte Anleger im Sinne von Art. 10 Abs. 3bis KAG sind vermögende Privatpersonen, die schriftlich erklären, dass sie als qualifizierte Anleger gelten wollen. Als vermögende Privatperson (High Net Worth Individual, HNWI) gilt jede natürliche Person, die zum Zeitpunkt des Erwerbs der kollektiven Kapitalanlage eine der folgenden beiden Voraussetzungen erfüllt: (1) Der Investor verfügt aufgrund der persönlichen Ausbildung und der beruflichen Erfahrung oder

aufgrund einer vergleichbaren Erfahrung im Finanzsektor über die Kenntnisse, die notwendig sind, um die Risiken der Anlagen zu verstehen, und der über ein Vermögen von mindestens CHF 500'000 verfügt. (2) Der Investor bestätigt schriftlich, dass er über ein Vermögen von mindestens CHF 5 Millionen verfügt (Art. 6 Abs. 1 KKV).

Bei „*vertriebsqualifizierten*“ *Anlegern* im Sinne von Art. 3 Abs. 1 und 2 KAG handelt es sich um Anleger, denen kollektive Kapitalanlagen angeboten werden können, ohne dass dadurch ein unterstellungspflichtiger Vertrieb nach Kollektivanlagegesetz ausgelöst würde (Ausnahmetatbestände). Dabei handelt es sich beispielsweise um den Erwerb von kollektiven Kapitalanlagen im Rahmen eines schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrags. Die Begriffe der qualifizierten Anleger und vertriebsqualifizierten Anleger überschneiden sich teilweise.

Das Anbieten von schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen an vertriebsqualifizierte Anleger in der Schweiz stellt keinen Vertrieb dar, weshalb keine Vertriebssträgerbewilligung erforderlich ist. Das Anbieten von schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen an qualifizierte Anleger, die keine vertriebsqualifizierte Anleger sind (z.B. vermögende Privatpersonen, Unternehmen mit professioneller Tresorerie) stellt zwar einen Vertrieb dar, bedarf gemäss KAG aber trotzdem keiner Vertriebssträgerbewilligung. Ein solcher Vertrieb ist weder bewilligungspflichtig noch bewilligungsfähig (Art. 13 Abs. 1 KAG e contrario).

Das Anbieten von ausländischen kollektiven Kapitalanlagen an vertriebsqualifizierte Anleger in der Schweiz stellt keinen Vertrieb dar, weshalb keine Vertriebssträgerbewilligung erforderlich ist. Es gilt dasselbe wie für schweizerische kollektive Kapitalanlagen. Es bestehen keinerlei regulatorische Anforderungen.

Hingegen stellt das Anbieten ausländischer kollektiver Kapitalanlagen (z.B. PE-Fonds in Form einer Limited Partnership, die qualifizierten Anlegern vorbehalten sind) an qualifizierte Anleger in der Schweiz, die keine vertriebsqualifizierte Anleger sind (z.B. vermögende Privatpersonen, Unternehmen mit professioneller Tresorerie), einen Vertrieb dar. Nach Art. 120 Abs. 4 i.V.m. Art. 123 Abs. 1 KAG hat ein ausländischer Fonds, der ausschliesslich an qualifizierte Anleger vertrieben wird, vorgängig einen Vertreter und eine Zahlstelle in der Schweiz zu bezeichnen und mit der Wahrnehmung der Pflichten gemäss Art. 124 KAG zu beauftragen. Der Vertriebssträ-

ger muss angemessen beaufsichtigt sein. Der inländische Vertriebssträger benötigt eine Vertriebssträgerbewilligung (oder muss davon befreit sein) und der ausländische Vertriebssträger muss über eine lokale Vertriebssträgerbewilligung und einen Vertriebsvertrag mit dem schweizerischen Vertreter verfügen (Art. 19 Abs. 1bis KAG und Art. 30a KKV). Ein angemessen beaufsichtigter ausländischer Vertriebssträger dürfte beispielsweise der US Investment Advisor, welcher der Aufsicht der US Securities and Exchange Commission (SEC) unterstellt ist, sein.

Das Kollektivanlagegesetz kommt schliesslich nicht zur Anwendung, wenn von der Schweiz aus ausländische kollektive Kapitalanlagen vertrieben werden, die ausschliesslich qualifizierten Anleger gemäss KAG (Anleger gemäss Art. 10 Abs. 3, 3bis oder 3ter KAG) oder gemäss entsprechendem ausländischen Recht vorbehalten sind (Art. 2 Abs. 1 lit. e KAG e contrario).

Verwaltung und Vertrieb nach EU-Recht

Die Europäische Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) soll einen einheitlich regulierten europäischen Markt für alternative Anlagen gewährleisten, um systemische Risiken zu kontrollieren und zu reduzieren und die Anleger besser zu schützen. Als *Alternative Investment Fund Manager (AIFM)* im Sinne der Richtlinie gilt jede juristische Person, deren reguläre Geschäftstätigkeit in der Verwaltung eines oder mehrerer *Alternative Investment Funds (AIF)* besteht. Als Alternative Investment Fund im Sinne der Richtlinie gilt jeder Set-up für gemeinsame Anlagen einschliesslich seiner Teilfonds, der (1) von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäss einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, und (2) keine Genehmigung nach Art. 5 OGAW-Richtlinie benötigt.

Jeder PE-Manager einer vom Geltungsbereich der AIFM-Richtlinie erfassten kollektiven Kapitalanlage benötigt eine Zulassung als AIFM nach Art. 6 ff. AIFM-Richtlinie. Diese wird von den nationalen Behörden nur bei Erfüllung spezifischer Voraussetzungen erteilt.

Die AIFM-Richtlinie reguliert lediglich den Vertrieb an professionelle Anleger in der EU. Der Vertrieb an EU-Anleger, die keine professionellen Anleger sind, fällt nicht in den Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie. Er bleibt der Regulierung der einzelnen EU-Mitgliedstaaten vorbehalten.

Die AIFM-Richtlinie unterstellt nicht die Fonds, die für alternative Anlagen aufgesetzt werden (AIF), einer Bewilligungs- und Aufsichtspflicht, sondern die Manager derartiger Fonds (AIFM), und zwar unabhängig davon, ob sie innerhalb der EU (EU-AIFM) oder in einem Drittstaat (Nicht-EU-AIFM) ansässig sind, wie zum Beispiel der Schweiz. Solche Manager unterstehen einer Bewilligungspflicht und mithin weitreichenden Organisations-, Corporate Governance- und Transparenzpflichten. Zum Ausgleich wurde für AIFM eine europaweite Zulassung (EU-Pass) zur Verwaltung und zum Vertrieb von AIF eingeführt.

Schweizer PE-Manager fallen in den Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie, wenn sie einen relevanten Bezug zum EU-Raum haben. Dies ist der Fall, wenn (1) ein Schweizer PE-Manager einen AIF verwaltet, der in einem EU-Mitgliedstaat inkorporiert oder nach dem Recht eines EU-Mitgliedstaats organisiert ist (EU-AIF); oder (2) wenn der PE-Manager einen AIF (EU-AIF oder Nicht-EU-AIF inkl. offshore-fonds) an professionelle Anleger vertreibt, die in einem EU-Mitgliedstaat ansässig sind. In beiden Fällen gilt der Schweizer PE-Manager als Nicht-EU-AIFM und fällt direkt in den Anwendungsbereich der AIFM-Drittstaatenregelung (Art. 37 ff. AIFM-RL). Des Weiteren ist ein Schweizer PE-Manager indirekt von der AIFM-Richtlinie betroffen, wenn er von einem AIFM (EU-AIFM oder Nicht-EU-AIFM) als Anlageberater oder für gewisse Verwaltungstätigkeiten beigezogen wird. In diesem Fall kommen die Delegationsregeln nach Art. 20 AIFM-RL zur Anwendung, wonach der Dritte in seinem Herkunftsland registriert und beaufsichtigt sein muss.

Schweizer PE-Manager müssen sich von der FINMA als Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen bewilligen lassen, wenn sie ausländische kollektive Kapitalanlagen verwalten wollen oder wenn ihnen das Portfolio- oder Risikomanagement von einem AIFM (EU-AIFM oder Nicht-EU-AIFM) übertragen werden soll. Für eine Bewilligung als Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen sind verschiedene Organisationserfordernisse einzuhalten. Es muss insbesondere organisatorisch sichergestellt werden, dass der VR von der GL unabhängig ist und dass die Vermögensverwaltungstätigkeit personell und organisatorisch vom Risikomanagement getrennt wird (zum Ganzen ausführlich Frick, AIFM, S. 77 ff.; Frick/Heuberger, S. 21 ff. mit weiteren Verweisen).

Direktvertrieb durch PE-Gesellschaft

Aufsichtsrechtliche Anforderungen

PE-Investitionen in der Schweiz unterliegen aufsichtsrechtlichen Anforderungen, die den Schutz der Investoren bezwecken. Verschiedene Tätigkeiten im Zusammenhang mit PE-Anlagen sind bewilligungspflichtigen Unternehmen vorbehalten, die bestimmte gesetzlich vorgegebene Anforderungen erfüllen müssen. Wer über keine entsprechende Bewilligung verfügt oder sich nicht an die gesetzlichen Vorgaben hält, riskiert aufsichts- oder strafrechtliche Sanktionen oder unterliegt möglicherweise einer gesetzlichen Haftung.

Beim Direktvertrieb durch PE-Gesellschaften soll die Anwendung von Finanzmarktgesetzen und anderen relevanten Gesetzen mit Anlegerschutzfunktion möglichst vermieden werden. Bei den relevanten Gesetzen handelt es sich vor allem um das Kollektivanlagegesetz, Börsengesetz und Bankengesetz sowie um die Prospektbestimmungen des Obligationenrechts.

Vermeidung des Kollektivanlagegesetzes

Dem Kollektivanlagegesetz unterstehen (als kollektive Kapitalanlagen) unabhängig von der Rechtsform alle Vermögen, die von Investoren zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden, sofern die Anlagebedürfnisse der Investoren in gleichmässiger Weise befriedigt werden (Art. 7 Abs. 1 und Art. 2 Abs. 1 KAG).

Das Kollektivanlagegesetz kommt ausnahmsweise nicht auf *operative Gesellschaften*, die eine unternehmerische Tätigkeit ausüben, zur Anwendung (Art. 2 Abs. 2 lit. d KAG). Damit ist eine PE-Gesellschaft nicht unterstellungspflichtig, wenn sie eine unternehmerische Tätigkeit ausübt. Es stellt sich die Frage nach der Unterscheidung zwischen kollektiver Kapitalanlage und operativer Gesellschaft bzw. die Frage nach der Definition der operativen Gesellschaft. Die Frage ist in der Lehre und Rechtsprechung umstritten. Weder das Gesetz noch die dazugehörige Verordnung äussert sich zur Frage, wann eine Gesellschaft als operativ aktiv gelten kann bzw. eine unternehmerische Tätigkeit ausübt und deshalb nicht unter das Kollektivanlagegesetz fällt.

Neuere Rechtsprechung:

- **Operative Gesellschaft:** Gemäss einem Bundesgerichtsentscheid vom November 2010 ist für die Abgrenzung zwischen kollektiver Kapitalanlage und operativer Gesellschaft eine Gesamtschau im Einzelfall erforderlich. Es sollen mehrere Abgrenzungskriterien berücksichtigt werden, etwa der Ermessensspielraum der Verwaltung bezüglich der Anlagepolitik, die Veränderbarkeit des Risikoprofils der Investoren, die Art und der Grad der Mitbestimmung der Investoren, der statutarische Zweck, die Herkunft der Mittel, der Organisationsgrad und die Organisationsform, die Art des Risikos (operationelles Risiko oder Markt- und Investitionsrisiko) sowie der Marktauftritt gegenüber dem Investor. Als Hilfskriterien können zudem die subjektive Auffassung der Investoren über den Verwendungszweck ihrer Vermögenswerte und die Anzahl der Investoren herangezogen werden (Urteil des Bundesgerichts 2C_571/2009 vom 5. November 2010).

Die Abgrenzung zwischen operativer Gesellschaft und kollektiver Kapitalanlage beruht letztlich auf einer *wertenden Abwägung* unter Berücksichtigung des Gesetzeszwecks des Anlegerschutzes. Wenn die Abgrenzung unklar ist, kann sich die Einholung eines Rulings bei der FINMA aufdrängen.

Vor dem Hintergrund der schwierigen Abgrenzung zwischen operativer Gesellschaft und kollektiver Kapitalanlage stellt sich die Frage, ob es nicht andere Wege gibt, die Anwendung des Kollektivanlagegesetzes beim Direktvertrieb durch eine PE-Gesellschaft zu vermeiden. Eine Alternative besteht darin, die Investitionsmöglichkeit auf qualifizierte Anleger (d.h. Anleger im Sinne von Art. 10 Abs. 3, 3bis und 3ter KAG) zu beschränken. Investmentgesellschaften in Form von AGs unterstehen dem Kollektivanlagegesetz nicht, sofern nur Aktionäre, die qualifizierte Anleger sind, beteiligt sein dürfen und die Aktien auf den Namen lauten (Art. 2 Abs. 3 KAG).

Der Weg über qualifizierte Anleger zur Vermeidung der Unterstellung unter das Kollektivanlagegesetz steht nur bei der AG, nicht aber bei der Kommanditgesellschaft zur Verfügung. Bei der Aktiengesellschaft wird die Unterstellung als SICAF vermieden, indem die Investition auf qualifizierte Anleger beschränkt wird (Art. 110 KAG). Bei der unterstellten KGK sind die Kommanditäre hingegen zwingend qualifizierte Anleger; die Unterstellung ergibt sich dabei ohne weiteres aus dem ausschliesslichen Zweck der kollektiven Kapitalanlage (Art. 98 KAG).

Im Ergebnis kann die Anwendung des Kollektivanlagegesetzes auf den Direktvertrieb durch eine (nicht operative) PE-Gesellschaft dadurch vermieden werden, dass die Gesellschaft als Aktiengesellschaft mit Namenaktien ausgestaltet wird, deren Aktionäre qualifizierte Anleger (d.h. Anleger im Sinne von Art. 10 Abs. 3, 3bis und 3ter KAG) sein müssen.

Vermeidung des Börsen- und Bankengesetzes

Massgebliche Unterstellungskriterien sind beim Börsen- und Bankengesetz die *Gewerbsmässigkeit* und die *Öffentlichkeit*. Eine gesetzliche Unterstellungspflicht kann sich ergeben, wenn Promotoren gewerbsmässig handeln oder öffentlich für PE-Investitionen werben.

Die Platzierung von Anteilen einer PE-Gesellschaft muss zunächst so ausgestaltet werden, dass keine bewilligungspflichtige Aktivität als Effekthändler vorliegt. Die Tätigkeit eines Effekthändlers als Emissionshaus ist bewilligungspflichtig. Eine solche Tätigkeit liegt vor, wenn Effekthändler hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind und gewerbsmässig Effekten, welche von Drittpersonen ausgegeben werden, fest oder in Kommission übernehmen und öffentlich auf dem Primärmarkt anbieten (Art. 3 Abs. 2 BEHV; Art. 10 Abs. 1 i.V.m. Art. 2 lit. d BEHG). Keine Tätigkeit als Emissionshaus übt aus, wer Effekten ohne öffentliches Angebot bei weniger als 20 Kunden platziert. Des Weiteren fällt auch der Emittent selber nicht unter die börsenrechtliche Bewilligungspflicht: Die Emission eigener Beteiligungspapiere unterliegt nicht dem Börsengesetz. Dasselbe gilt für die bloss technische Festübernahme, die es einer Aktiengesellschaft erlaubt, eine Kapitalerhöhung in einem Schritt durchzuführen: Wenn die emittierten Aktien den Aktionären nach den Vorschriften des Aktienrechts angeboten werden, sind regelmässig keine BEHG-relevanten Anlegerschutz- und Funktionsinteressen betroffen (BGE 136 II 43; BVGE B-3259/2009 vom 7. Oktober 2010; BVGE B-2662/2008 vom 9. April 2009,).

Die Platzierung von Anteilen einer PE-Gesellschaft muss weiter so ausgestaltet werden, dass keine bankengesetzlich unzulässige Entgegennahme von Publikumseinlagen vorliegt. Nach Art. 1 Abs. 2 BankG dürfen natürliche und juristische Personen, die nicht dem Bankengesetz unterstehen, keine Publikumseinlagen gewerbsmässig entgegennehmen. Es ist grundsätzlich davon auszugehen, dass alle Verbindlichkeiten Einlagecharakter haben, wobei die Aus-

nahmen in Art. 3a Abs. 3 und 4 BankV geregelt sind. Gewerbsmässig handelt, wer dauernd mehr als 20 Publikumseinlagen entgegennimmt (Art. 3a Abs. 3 BankV). Gewerbsmässigkeit liegt aber bereits dann vor, wenn lediglich die Absicht besteht, Gelder gewerbsmässig entgegenzunehmen, etwa bei der öffentlichen Werbung für Publikumseinlagen. Die Tatsache, dass ein Vermittler eingesetzt wird, ist bereits als öffentliche Werbung zu qualifizieren (FINMA-RS 08/3 Publikumseinlagen bei Nichtbanken, Rz 9; BGE 136 II 43 E. 4.2).

Neuere Rechtsprechung:

- **Tätigkeit durch Gruppe:** Gemäss Praxis der FINMA kann eine bewilligungspflichtige Aktivität als Effektenhändler bzw. eine bankengesetzlich unzulässige Entgegennahme von Publikumsgeldern auch bei einem arbeitsteiligen Vorgehen *im Rahmen einer Gruppe* vorliegen. Die Bewilligungspflicht und die finanzmarktrechtliche Aufsicht sollen nicht dadurch umgangen werden können, dass jedes einzelne Unternehmen bzw. die dahinter stehenden Personen für sich allein nicht alle Voraussetzungen für die Bewilligungspflicht erfüllen, im Ergebnis gemeinsam aber dennoch eine bewilligungspflichtige Tätigkeit ausüben. In entsprechenden Fällen sind die Finanzmarktgesetze unter Umständen auf alle Gesellschaften einer Gruppe anwendbar, auch wenn nicht alle Gruppengesellschaften selber die bewilligungspflichtige Tätigkeit ausüben. Eine Gruppe liegt vor, wenn zwischen mehreren Gesellschaften und/ oder Personen enge wirtschaftliche (finanzielle/geschäftliche), organisatorische oder personelle Verflechtungen bestehen, so dass diese als wirtschaftliche Einheit behandelt und in Bezug auf die von ihnen je einzeln ausgeübte Geschäftstätigkeit aufsichtsrechtlich als Einheit betrachtet werden müssen (vgl. BGE 136 II 43 E. 4.2).

Vermeidung der Prospektpflicht nach OR

Wenn eine Aktiengesellschaft in der Schweiz ihre Aktien nicht öffentlich zur Zeichnung anbietet, sondern lediglich privat platziert, besteht keine Pflicht zur Erstellung eines Emissionsprospektes nach Art. 652a OR.

Auch wenn keine Prospektpflicht nach dem schweizerischen Recht besteht, so ist es im Rahmen von PE-Investitionen doch üblich, die Investoren freiwillig im Rahmen eines Private Placement Memorandums zu informieren. Dabei fragt es sich, wie ein

solches Placement Memorandum zum Zweck der Information von Investoren ausgestaltet werden soll. Die Frage ist im Wesentlichen aus der Sicht der Prospekthaftung zu beantworten. Die Prospekthaftung in der Schweiz erstreckt sich auch auf prospektähnliche Dokumente, die erstellt worden sind, obwohl eine gesetzliche Prospektspflicht nicht besteht. Das gilt insbesondere für ein im Rahmen einer Privatplatzierung freiwillig erstelltes Placement Memorandum. Dabei kann sich etwa eine Haftung aus falschen oder irreführenden Angaben ergeben (BGE 120 IV 122 und 129). Im Ergebnis muss ein Private Placement Memorandum richtige Angaben enthalten, um eine Haftung gegenüber den Investoren zu vermeiden. Die Regeln der Prospektgestaltung können analog auf die Ausgestaltung des Private Placement Memorandums angewendet werden.

Das Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG), das geplant ist, regelt die Prospektspflicht neu. Danach untersteht das öffentliche Angebot von Beteiligungspapieren und andern Effekten grundsätzlich der Prospektspflicht (Art. 37 Abs. 1 E-FIDLEG). Es bestehen verschiedene Ausnahmen. Keine Prospektspflicht besteht beispielsweise, wenn sich das öffentliche Angebot ausschliesslich an professionelle Kunden oder an weniger als 150 Privatkunden richtet oder wenn, über einen Zeitraum von 12 Monaten berechnet, ein Gesamtwert von CHF 100'000 nicht überstiegen wird (Art. 38 Abs. 1 lit. a, b und e E-FIDLEG). Die Prospektspflicht entfällt auch bei der Privatplatzierung. Das geplante FIDLEG enthält eine neue Regelung betreffend Informationen ausserhalb der Prospektpflicht (Art. 41 E-FIDLEG). Danach sind in Fällen, in denen keine Prospektspflicht besteht, die an die Anleger gerichteten wesentlichen Informationen so bekannt zu geben, dass ihre Gleichbehandlung gewährleistet ist.

Crowdfunding

In der Gründungs- und Frühphase haben Unternehmen oftmals Mühe, Zugang zu Risikokapital zu erhalten. In diesem Kontext kann Crowdfunding eine kostengünstige Alternative zur Privatplatzierung darstellen. Crowdfunding (eine Unterform des Crowdfundings) ist eine Finanzierungsform, bei der eine Vielzahl von Investoren einem Unternehmen via Internet-Plattform Kapital zur Verfügung stellen und im Gegenzug Beteiligungsrechte an der Gesellschaft erhalten. Das Crowdfunding unterscheidet sich von einem Private Equity-Investment insbesondere dadurch, dass im einen Fall eine Vielzahl von kleinen Privatanlegern teilnimmt, während im an-

dem Fall typischerweise nur eine kleine Anzahl von institutionellen Investoren, vermögenden Privatinvestoren und PE-Fonds beteiligt sind.

Die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die Kapitalbeschaffung über Crowdfunding-Plattformen sind beschränkt, wenn diese lediglich als Vermittler im Hinblick auf die Aktiengabe einer künftigen Kapitalerhöhung agieren (d.h. keine Festübernahme oder kommissionsweise Übernahme von bereits emittierten Aktien): Crowdfunding-Emittenten unterstehen der Prospektspflicht nach OR und werden (abgesehen von gewissen Ausnahmen) auch der Prospektspflicht nach FIDLEG nach deren Inkrafttreten unterstehen. Zudem werden Crowdfunding-Plattformen regelmässig dem GwG unterstellt sein. Hingegen besteht keine Unterstellungspflicht nach BankG, BEHG oder KAG.

Der Erfolg eines Crowdfunding-Projekts setzt voraus, dass es eine breite Öffentlichkeit anspricht und in den Medien präsent ist. Zudem ist es von Vorteil, wenn das Projekt ein Näheverhältnis zum Investor herstellen kann. Schliesslich sind die Kosten der Prospekterstellung von Bedeutung: Ein Emittent wird Crowdfunding als Finanzierungsform nur dann in Betracht ziehen, wenn sein Angebot eine genügende Anzahl von Investoren anzieht und das zur Verfügung gestellte Kapital die Kosten des Prospekts deutlich übersteigt (zum Ganzen ausführlich von der Crone/Projer, S. 23 ff.).

OTC-Plattformen

Bei OTC-Plattformen geht es um einen organisierten Handel von nicht kotierten Aktien auf von Banken und Effekthändlern betriebenen Handelsplattformen. Auf einer OTC-Plattform erfolgt keine Kotierung (wie an einer Börse), sondern ein sog. *Listing*. Schweizer OTC-Plattformen kennen in der Regel kein Reglement, das spezifische Voraussetzungen für das Listing festhalten würde. Vielmehr entscheidet die Plattform über ein Listing im Einzelfall selbst. Auf dem OTC-Markt dominieren private Anleger; institutionelle Anleger fehlen weitgehend. Das Interesse privater Anleger an OTC-Titeln ist im Vergleich zu Börsentiteln klein. Es bestehen gegenwärtig relativ geringe Handelsvolumen auf dem OTC-Markt.

Aufsichtsrechtlich besteht eine gewisse Rechtsunsicherheit betreffend Qualifizierung von Schweizer OTC-Plattformen. Diese werden im Regelfall als organisierte Handelssysteme im Sinne von Art. 42 lit. c FinfraG gelten. Solche Handelssysteme dürfen

nur von Banken, Effekthändlern, Börsen und multilateralen Handelssystemen (Art. 2 lit. a Ziff. 1 und 2 FinfraG) betrieben werden und unterstehen somit indirekt einer Bewilligungspflicht (Art. 43 Abs. 1 FinfraG). Die Betreiber von organisierten Plattformen sind verpflichtet, verschiedene organisatorische Massnahmen zu treffen, um insbesondere die Kundeninteressen zu wahren (Art. 44 FinfraG). Des Weiteren dürfte das Listing an einer OTC-Plattform (abgesehen von gewissen Ausnahmen) eine Prospektspflicht nach FIDLEG nach sich ziehen (Art. 37 E-FIDLEG).

Es stellt sich die Frage, ob sich eine OTC-Plattform als Mittel zur Kapitalbeschaffung eignen könnte, d.h. durch Kapitalerhöhung neu emittierte Aktien bereits im Zeitpunkt des Listings mittels IPO im Publikum platziert werden könnten (Primärmarkt). OTC-Plattformen in der Schweiz sind gegenwärtig als Finanzierungsform nur wenig geeignet, weil auf dem Schweizer OTC-Markt nur tiefe Handelsvolumen bestehen. Für die Kapitalaufnahme am Markt wäre es erforderlich, dass die emittierten Titel im Publikum rasch gestreut werden könnten, was auf dem Schweizer OTC-Markt zurzeit nicht möglich ist.

Primäres Motiv einer Gesellschaft, sich auf einer OTC-Plattform zu listen, ist es, mit dem eigenen Titel an einem funktionierenden, organisierten Sekundärmarkt partizipieren zu können. Es stellt sich die Frage, ob sich eine OTC-Plattform für den Sekundärmarkt im Bereich Private Equity und Crowdfunding eignen könnte. Dadurch würden die Chancen verbessert werden, auf dem Primärmarkt Geld aufzunehmen. Unternehmensfinanzierung und Exit sind miteinander verbunden, indem ein Kapitalgeber nur dann zu einer Investition bereit ist, wenn zu einem späteren Zeitpunkt auch die Möglichkeit zur Veräusserung der Beteiligung (Exit, Desinvestition) besteht. Der OTC-Markt könnte sich als Sekundärmarkt eignen, wenn es gelingen würde, die Liquidität der gehandelten Valoren zu erhöhen. Zu diesem Zweck müssten verschiedene Massnahmen (auf Stufe Regulierung oder Selbstregulierung) ergriffen werden, etwa die Erhöhung der Publizität und die Einführung von Zulassungsbeschränkungen (z.B. Beschränkung auf Gesellschaften mit Marktpotenzial, Anforderung eines bestimmten Free Float). Unter den gegenwärtigen regulatorischen Rahmenbedingungen stellt der OTC-Handel noch nicht wirklich eine kostengünstigere Alternative zum börslichen Handel dar (zum Ganzen ausführlich von der Crone/Projer, S. 46 ff.).

Instrumente der Eigenkapitalfinanzierung

Aktien für Unternehmer

Die Unternehmer sind die ersten Aktionäre (*Gründer- oder Managementaktionäre*). Sie erwerben bei der Gründung regelmässig Stammaktien der AG, die zum Nominalwert ausgegeben werden. Dasselbe gilt für nachfolgende Kapitalerhöhungen, bei denen bestehende Aktionäre ihre Beteiligung erhöhen. Die Stammaktien werden möglicherweise nicht nur in bar, sondern auch mit Sacheinlagen (insbesondere mit Immaterialgüterrechten) oder durch Verrechnung liberiert.

Neuere Rechtsprechung:

- Zustimmung zu Aktienerwerb: Beim Erwerb von nicht börsenkotierten Namenaktien mit statutarischer Übertragungsbeschränkung durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung kann die Gesellschaft das Gesuch um Zustimmung nur ablehnen, wenn sie dem Erwerber die Übernahme der Aktien zum wirklichen Wert anbietet (Art. 685b OR). Wenn sich die Parteien vertraglich nicht auf einen bestimmten Wert einigen können, erfolgt die Festlegung durch den Richter. Massgebend ist der objektive Wert, der ausgehend vom Gesamtwert der Gesellschaft in der Regel unter Einschluss von Substanz- und Ertragswert zu bestimmen ist (Entscheid des HGer Zürich HG090265 vom 26. September 2012).

Aktien- und Optionsbeteiligungspläne

Mitarbeitende von PE-Gesellschaften erhalten oftmals die Gelegenheit, Aktien im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen zu erwerben. Die dafür erforderlichen Aktien werden in der Regel mittels einer bedingten Kapitalerhöhung geschaffen (Art. 653 ff. OR). Es ist dabei zu beachten, dass Optionen für neu zu schaffende Aktien ohne bedingtes Aktienkapital nichtig sind.

Neuere Rechtsprechung:

- Innerer Wert von Mitarbeiteraktien: Die zwei Aktionäre einer Aktiengesellschaft vereinbarten zuerst in einem „Dienstvertrag“ und dann in einem „Gesellschaftsvertrag“ die Übertragung von Mitarbeiteraktien an den Geschäftsführer und späteren Minderheitsaktionären. Dieser hatte die Mitarbeiteraktien beim Ausscheiden aus der Gesellschaft zum „inneren Wert“ wieder zurückzu-

geben. Die Bewertung der Aktien ergibt sich gemäss Bundesgericht unter diesen Umständen aus dem Parteiwillen, der nach den üblichen Methoden festzulegen ist, nicht allein aufgrund der während einer gewissen Zeit von der GV vorgenommenen Bewertung. Dabei ist auch auf den Sinn und Zweck der Regelung abzustellen, insbesondere auf den Umstand, dass mit der Vergütung in Aktien gemäss Gesellschaftsvertrag und Arbeitsvertrag das Engagement des Geschäftsführers mittels einer Beteiligung am Unternehmenswert gefördert werden sollte (Urteil des BGer 4A_187/2015 vom 29. September 2015).

Aktien für Investoren

Ein VC-Investor erwirbt in der Regel eine Minderheitsbeteiligung an der Gesellschaft. Aufgrund der erwarteten Wertsteigerung des Unternehmens erwirbt er die Beteiligung aber nicht zum Nominalwert, sondern zu einem bedeutend höheren Ausgabebetrag. Der Investor wird sich dabei für seine Beteiligung vertragliche Zusatzrechte im Aktionärsbindungsvertrag einräumen lassen und/oder Aktien mit gesellschaftsrechtlichen Vorrechten erwerben.

Gesellschaftsrechtlich wird der Investor typischerweise Stammaktien (ordentliches Eigenkapital) oder Vorzugs- oder Stimmrechtsaktien (bevorzugtes Eigenkapital) erwerben. Bei den *Vorzugsaktien* handelt es sich um Aktien mit Vorrechten betreffend Dividenden, Liquidationsanteil oder Bezugsrechte. *Stimmrechtsaktien* sind Aktien mit Vorrechten betreffend Stimmrecht (überproportionales Stimmrecht im Verhältnis zum Kapitalaufwand, d.h. verstärktes Stimmrecht im Vergleich zu Stammaktien).

In den Statuten werden Stimmrechtsaktien in der Regel so ausgestaltet, dass allen Aktien eine Stimme zugewiesen wird, die Aktien aber unterschiedliche Nennwerte haben. Was die Vorzugsaktien betrifft, so müssen deren Eckwerte hinsichtlich Bereich (Dividendenbezug, Liquidationserlös, Bezugsrechte) und Umfang in den Statuten festgelegt werden. Ohne statutarische Verankerung fehlt es an der gesellschaftsrechtlichen Wirkung; allfällige Zusatzrechte gemäss Aktionärsbindungsvertrag haben dann lediglich vertragliche Bindewirkung.

Neuere Rechtsprechung:

- Übertragung von Inhaberaktien: Im Fall der Legitimationsübertragung bei Inhaberaktien beschränkt sich das Rechtsgeschäft auf die Verschaffung der Legitimation im Aussenverhältnis. Daher kann die aus dem Besitz der Inhaberaktie

sich ergebende Vermutung (Art. 689a Abs. 2 OR) umgestossen werden. Die Gesellschaft, die nachweist, dass der Inhaber materiell und formell nicht am Titel berechtigt ist, darf dem Inhaber die Teilnahme an der GV verweigern (Entscheid OGer Luzern vom 8. Mai 2013).

Partizipationsscheine für Investoren

Es ist zusätzlich zu oder anstelle von Aktien möglich, dass der VC-Investor Partizipationsscheine ohne Vorrechte (stimmrechtslose Aktien) oder Partizipationsscheine mit Vorzugsrechten (stimmrechtslose Aktien mit finanziellen Vorrechten) erwirbt.

Instrumente der Mezzanine-Finanzierung

Mezzanine-Kapital

Als PE-Finanzierungen gelten nicht nur Eigenkapitalfinanzierungen, sondern auch Finanzierungen mit Fremdkapital, sofern dem Fremdkapital Risikokapitalcharakter zukommt. Fremdkapital hat dann Risikokapitalcharakter, wenn es unbesichert ist und mit einem qualifizierten Rang- oder Stundungsrücktritt verbunden ist. Das Darlehen kann zusätzlich mit der Möglichkeit des Bezugs von Beteiligungsrechten verbunden werden. Solche hybride Darlehen sind höher verzinst als übliche Darlehen und haben in der Regel eine relativ lange Laufzeit.

Subordination des Darlehens

Wenn sich der Investor aus Zeit- oder Kostengründen nicht an der Gesellschaft beteiligen will, kann er ein nachrangiges Darlehen gewähren (*Subordinated Loan*). Wenn ein Darlehen unbesichert und subordiniert ist, d.h. mit einem qualifizierten Rang- oder Stundungsrücktritt im Sinne von Art. 725 Abs. 2 OR verbunden ist, führt eine spätere Überschuldung der Gesellschaft im entsprechenden Umfang nicht zur Pflicht, die Bilanz zu deponieren.

Wenn das Darlehen mit einer Zinspflicht ausgestaltet wird, kann die PE-Gesellschaft bezahlte Zinsen grundsätzlich steuerlich abziehen, soweit sie geschäftsmässig begründet sind. Es handelt sich bei einem nachrangigen Darlehen nämlich grundsätzlich um Fremdkapital. Das Darlehen kann auch partiarisch ausgestaltet werden. Dann besteht keine Zinspflicht, sondern ein Anspruch auf Gewinnbeteiligung. Die Vermeidung der Zinspflicht liegt ganz im

Interesse eines Wachstumsunternehmens (zum Ganzen ausführlich Frick, S. 302 f.).

Wandel- oder Optionsrechte

Darlehen können hybrid ausgestaltet sein und Wandelrechte (*Warrants*, *Conversion Rights*) oder Optionsrechte (*Option Rights*) enthalten, die zum Bezug von Aktien oder anderen Beteiligungsrechten an der Gesellschaft berechtigen (*Equity Kicker*). Erst durch die Ausübung dieser Rechte wird der Darlehensgeber zum Aktionär. Die hybride Ausgestaltung erlaubt es dem Investor, bei einer positiven Unternehmensentwicklung von der Steigerung des Unternehmenswerts zu profitieren.

Wandel- oder Optionsrechte werden regelmässig im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung ausgegeben. Dabei ist anzumerken, dass Wandelrechte nichtig sind, wenn dafür kein bedingtes Kapital geschaffen worden ist. Die Aktionäre (und nicht die Gesellschaft) können sich hingegen verpflichten, dies nach erfolgter Gewährung des Wandeldarlehens nachzuholen.

Darlehen mit Wandel- oder Optionsrechten dürften grundsätzlich zu tieferen Zinsen als bloss nachrangige Darlehen zu haben sein, weil die Möglichkeit des Investors, Beteiligungspapiere zu erlangen, einen zusätzlichen Wert beinhaltet (zum Ganzen ausführlich Frick, S. 302 ff.; Wenger/Honold, S. 158).

Pflichtwandel-Darlehen

Darlehen an PE-Gesellschaften können grundsätzlich auch als Pflichtwandel-Darlehen ausgestaltet werden. Dabei handelt es sich um ein Instrument, das spätestens bei Fälligkeit ohne weiteres Zutun des Investors in Aktien umgewandelt und also nicht zum Nominalbetrag zurückbezahlt wird. Es gibt kein Wahlrecht des Investors zwischen Wandlung und Rückzahlung wie bei einem klassischen Wandelrecht. Während der Dauer des Darlehens wird ein Darlehenszins gezahlt.

Solche Instrumente (in Anlehnung an Pflichtwandelanleihen) können grundsätzlich auch im PE-Kontext zur Anwendung gelangen. Die PE-Gesellschaft kann auf diese Weise zunächst die Ausgabe neuer Stimmrechte vermeiden. Der Investor erhält dadurch einen Zinsertrag (den er bei einem Aktienerwerb nicht erhalten würde) und sichert sich die Aktien zu einem erwartungsgemäss günstigen Preis (vgl. dazu Bader, S. 478 ff.).

Contingent Convertibles

Darlehen an PE-Gesellschaften könnten an sich auch als *Contingent Convertible Bonds (CoCos)* ausgestaltet werden, die bei der Finanzierung von Banken und Versicherungsunternehmen zur Anwendung kommen. Dabei handelt es sich um ein relativ neues Konstrukt im Mezzanine-Bereich der Finanzinstrumente. Es geht um Fremdkapital, das „vor dem finanziellen Tod“ des Unternehmens (d.h. immer noch in der Phase des going concern) verlustabsorbierende Wirkung hat. Dieses Finanzinstrument absorbiert wie klassisches Eigenkapital Verluste, weil die Forderungsrechte bei der Erreichung eines definitiven Auslösungspunktes (Trigger) automatisch erlöschen und auf diese Weise Eigenkapital entsteht. Im Unterschied zu einem Finanzinstrument mit Verlustabsorption sind nachrangige Darlehen nicht in der Lage, einen Teil des Risikos zu absorbieren. Sie wirken nämlich erst nach dem Konkurs, d.h. nach dem finanziellen Ende und führen dann zu einer Verschiebung in der Reihenfolge der Gläubiger.

Es ist m.E. nicht zu erwarten, dass Darlehen mit Verlustabsorption nach dem Muster von CoCos ausserhalb des regulierten Bereichs von Banken und Versicherungsunternehmen im PE-Bereich Bedeutung erlangen, jedenfalls nicht zum Zweck der Schuldenabsorbierung. Im PE-Bereich ist die Absorbierung von Schulden wegen der fehlenden Eigenmittelanforderungen nicht erforderlich. Es genügt, dass trotz Überschuldung die Konkursanmeldung ausbleiben kann, weil ein nachrangiges Darlehen besteht (Art. 725 Abs. 2 OR). Denkbar wäre allenfalls, CoCos als steuereffizientes Eigenkapitalinstrument auszugestalten (vgl. Bader, S. 480 ff.).

Venture Capital Transaktionen

Finanzierung durch Kapitalerhöhung

Bei der VC-Finanzierung scheidet die Unternehmensfinanzierung über Bankkredite regelmässig aus, weil die Darlehensgewährung für Fremdkapitalgeber zu risikoreich ist und kaum verpfändbare Aktiven zur Sicherung des Kredits vorhanden sind. Somit bleibt nur die Eigenkapitalfinanzierung übrig, bei der die Investoren einen Anteil am Unternehmen erwerben. Dabei verfolgen die Investoren das Ziel, die Beteiligung kurz- bis mittelfristig möglichst gewinnbringend wieder abzustossen (z.B. durch Verkauf oder IPO).

Die Finanzierung des Unternehmens erfolgt über eine *Erhöhung des Aktienkapitals*. Der Investor zeichnet neue Aktien oder Vorzugsaktien gegen Bezahlung des Ausgabebetrags (Nennwert der Aktien plus über den Nennwert hinausgehender Betrag, d.h. Agio). Die Höhe des Ausgabebetrags hängt von der Bewertung des Unternehmens vor der Kapitalerhöhung ab. In Fällen, in denen das Unternehmen sehr rasch auf neue Mittel angewiesen ist (z.B. nicht ausreichende Liquidität für Lohnzahlungen), kann der Investor den finanziellen Engpass mit einem *Überbrückungskredit* überwinden. Dieser wird im Rahmen der anschliessenden Finanzierungsrunde in Eigenkapital umgewandelt, oftmals mit einem Abschlag gegenüber dem Ausgabepreis, den die übrigen Aktienzeichner entrichten (vgl. Wyss, Beteiligungsvertrag, S. 423).

Finanzierungsrunden

PE-Gesellschaften werden von VC-Investoren in der Regel stufenweise finanziert. Dabei wird das Kapital, das zur Finanzierung eines Wachstums- oder Entwicklungsschritts benötigt wird, nicht vollumfänglich zu Beginn, sondern gestuft über die Zeit zur Verfügung gestellt. Die einzelnen *Finanzierungsrunden* sind rechtlich voneinander unabhängig; ein Investor ist nicht verpflichtet und (abgesehen von Bezugs- und Vorwegzeichnungsrechten) nicht ohne weiteres berechtigt, an einer nachfolgenden Finanzierungsrunde teilzunehmen.

Eine Finanzierungsrunde kann in verschiedene *Finanzierungstranchen* unterteilt werden. Die Bedingungen (Milestones) für die Auszahlung einer Tranche werden vertraglich geregelt. Dabei werden die Leistungsziele als aufschiebende Bedingungen ausgestaltet: Bei deren Eintritt ist der Investor verpflichtet, die nächste Finanzierungstranche auszu zahlen und freizugeben. Für jede Finanzierungstranche kann eine Kapitalerhöhung vorgesehen werden. Dabei eignet sich vor allem die genehmigte Kapitalerhöhung nach Art. 651 ff. OR, bei welcher der VR von der GV in den Statuten ermächtigt wird, innerhalb einer Frist von längstens zwei Jahren in einer oder mehreren Kapitalerhöhungen Aktien auszugeben. Alternativ zur stufenweisen Finanzierung mit Aktien kann auch die gestufte Liberierung gewählt werden. Dabei werden am Anfang zwar sämtliche Aktien ausgegeben, hingegen werden sie zuerst nur teilweise liberiert und anschliessend im Rahmen der weiteren Finanzierungen nachliberiert. Es genügt nach Art. 632 Abs. 1 OR, dass bei der Aktienaussgabe lediglich 20 Prozent des Nennwerts jeder Aktie ge-

leistet und der Rest später liberiert wird (ausführlich zum Ganzen Frick, S. 320 ff.).

Neuere Rechtsprechung:

- **Kapitalerhöhung ohne neue Aktien:** Bei der Kapitalerhöhung kann anstelle neuer Aktien auch die Heraufsetzung des Nennwerts bestehender Titel treten. Wenn etwa Namenaktien bisher voll liberiert waren, kann eine Kapitalerhöhung durch Erhöhung der Nennwerte der Aktien, aber ohne Einzahlung neuer Mittel, durchgeführt werden; die Aktien sind nach der Erhöhung entsprechend nur zum Teil liberiert (Urteil des BGER vom 28. Januar 2013, 4A_512/012).
- **Nachliberierung:** Die nachträgliche Liberierung durch Verrechnung ist gemäss Gesetz an die Voraussetzung geknüpft, dass der VR einen schriftlichen Bericht über Bestand und Verrechenbarkeit der Schuld erstellt (Art. 635 OR) und dass der Bericht grundsätzlich geprüft wird (Art. 635a OR). Die Mittel, mit welchen nachliberiert wird, müssen zum Zeitpunkt des Handelsregistereintrags vorhanden sein (Entscheid OGer Bern, 21. Februar 2011, ZK 10/684).
- **Kapitalschnitt:** Das Aktienkapital kann gemäss Art. 723a OR zum Zweck der Sanierung auf null herabgesetzt und anschliessend wieder erhöht werden (Kapitalschnitt). Dies ist nur zulässig, wenn ein Sanierungskonzept erstellt und den Aktionären an der GV mitgeteilt wird. Dabei reicht es nicht aus, dass das Aktienkapital wieder aufgestockt wird. Erforderlich ist zudem, dass der Schuldenüberschuss beseitigt wird und die Gesellschaft nicht weiterhin auf Rangrücktrittserklärungen angewiesen ist (BGE 138 III 204).
- **Verbot Einlagerückgewähr:** Das Verbot der Einlagenrückgewähr ist nicht verletzt, wenn aus dem Erlös der Aktienliberierung bei einer Kapitalerhöhung Forderungen erfüllt werden, welche einem Aktionär gegenüber der Gesellschaft bereits vor der Kapitalerhöhung zustanden (Urteil des BGER 4A_496/2010 vom 14. Februar 2011).

Verwässerungsschutz

Der Verwässerungsschutz ist gerade bei gestuften Venture-Capital-Finanzierungen aktuell. Der Investor hat ein Interesse daran, dass seine Beteiligungsrechte durch eine Änderung der Kapitalstruktur der Gesellschaft nicht verwässert bzw. geschmälert werden und er eine wirtschaftliche Einbusse erleidet.

Die Änderung der Kapitalstruktur, die zu einer Verwässerung führt, kann formeller oder materieller Natur sein. Die Kapitalstruktur ändert nur formell, wenn kein neues Kapital zufliesst; sie ändert dementsprechend materiell, wenn neues Kapital aufgenommen wird.

Eine Verwässerung kann sich auf folgende Weise zeigen: (1) Die Beteiligungsquote kann abnehmen (Kapitalverwässerung), was zu einer geringeren Gewinnbeteiligung und zu einer Abnahme der relativen Stimmkraft (Stimmrechtsverwässerung) führt; (2) der Ausgabepreis neuer Aktien kann unter deren inneren Wert liegen, wobei der Substanzwert bestehender Aktien (unabhängig von der Beteiligungsquote) reduziert wird (Substanzverwässerung); und (3) der Ausgabepreis der Aktien bei einer nachfolgenden Finanzierungsrunde im Rahmen einer gestuften Finanzierung kann unter dem Ausgabepreis einer früheren Finanzierungsrunde liegen (Preisverwässerung).

Das Schweizer Aktienrecht enthält verschiedene Bestimmungen, die vor einer Verwässerung schützen. Beispielsweise werden bisherige Aktionäre mittels Bezugsrecht nach Art. 652b OR und Vorwegzeichnungsrecht nach Art. 653c OR gegen die Verwässerung geschützt, indem ihnen neue Aktien bzw. Wandelanleihen proportional vorab zur Zeichnung angeboten werden müssen. Zusätzlich zum gesetzlichen Verwässerungsschutz verlangen Venture-Capital-Investoren regelmässig einen weitergehenden vertraglichen Verwässerungsschutz. Entsprechende Regelungen sind im Aktionärsbindungsvertrag enthalten (ausführlich zum Ganzen Frick, S. 327 ff.).

Beteiligungsübersicht

In der *Kapitalisierungstabelle (Cap Table)* wird die Aktionärsstruktur für jeden einzelnen Zeitpunkt vor und nach der Finanzierungsrunde abgebildet. Daran wird ersichtlich, wer wie viele Aktien in welchem Zeitpunkt zu welchem Preis erworben hat und gesamthaft hält. Die Kapitalisierungstabelle gibt auch Auskunft über die prozentualen Stimmrechtsanteile, was für die Beschlussfassung (einfache und qualifizierte Mehrheiten) entscheidend ist. Die Kapitalisierungstabelle entspricht nicht dem Aktienbuch, sondern enthält zusätzlich auch alle weiteren Beteiligungsrechte wie Optionen oder Wandeldarlehen.

Anlässlich einer Finanzierungsrunde wird bestimmt, wie viele Aktien für Beteiligungsprogramme (Aktien- und Optionspläne) reserviert sind. Die Aktien, die

dafür benötigt werden, werden gesellschaftsrechtlich als bedingtes Kapital bereitgestellt. Um zu verhindern, dass sich die im Rahmen von Beteiligungsprogrammen auszugebenden Aktien zulasten der Investoren auswirken, wird das bedingte Kapital im Beteiligungsvertrag als bereits vorhandenes ordentliches Aktienkapital betrachtet. Obwohl gesellschaftsrechtlich nicht korrekt, ist dies ein für den Investor richtiger Ansatz, weil er so seine Beteiligungsquote am Unternehmen bei einem etwaigen Verkauf berechnen kann. Dasselbe gilt, wenn Investoren Wandelrechte (Warrants) vereinbaren, die von der Gesellschaft ausgegeben werden. Ein Investor mit Warrants ist berechtigt, eine bestimmte Anzahl Aktien zu einem im Voraus bestimmten Ausgabebetrag (Preis) zu beziehen, wobei die dafür erforderlichen Aktien gesellschaftsrechtlich als bedingtes Kapital zur Verfügung gestellt werden.

Bei der Feststellung der prozentualen Stimmrechtsanteile muss stets beachtet werden, welcher Nenner für die Berechnung der Prozentanteile verwendet wird. Dies ist entweder die Gesamtheit aller Aktien inklusive Aktien des bedingten Kapitals (*fully diluted basis*) oder nur die Anzahl der effektiv ausgegebenen Aktien (*undiluted basis*). Gesellschaftsrechtlich wird das bedingte Kapital nicht berücksichtigt, vertraglich gelegentlich hingegen schon. Eine Kapitalisierungstabelle bildet die Beteiligungsverhältnisse üblicherweise auf einer voll verwässerten (*fully diluted*) Basis ab (zum Ganzen siehe Wyss, Beteiligungsvertrag, S. 424; Wenger/Honold, S. 155 ff.).

Transaktionsstrukturierung

Eine VC-Transaktion (Finanzierungsrunde) lässt sich in verschiedene Phasen unterteilen. Nachdem der Business Plan, der als Basis für die Finanzierungsrunde dient, erstellt wurde, beginnt die Kontaktaufnahme mit potentiellen Investoren. Mögliche Investoren können sich bei ihrem Entscheid sehr viel Zeit nehmen; gegenwärtig besteht eindeutig ein Investoren-Markt.

Mit den interessierten Investoren, nachdem diese eine *Vertraulichkeitserklärung* unterzeichnet haben, wird zunächst ein *Term Sheet* verhandelt und unterzeichnet, welches die Bedingungen der Investition detailliert festlegt. Die Parteien halten darin die vorläufige Vereinbarung über die Rahmenbedingungen einer Transaktion fest, wobei der Abschluss verbindlicher Transaktionsverträge üblicherweise an die Bedingung einer befriedigenden Due Diligence geknüpft wird. Das Term Sheet ist rechtlich zwar ein

nicht verbindlicher Vorvertrag. Doch kommt ihm in der Praxis eine faktische Bindewirkung zu. Erfahrungsgemäss wird das Term Sheet nicht oder kaum mehr verhandelt. Dadurch erhöht es die Transaktions- und Finanzierungssicherheit.

Nach der Unterzeichnung des Term Sheet beginnt die Phase der *Due Diligence*. Die in einer Due Diligence Checkliste aufgeführten Dokumente werden dem Investor für gewöhnlich in einem virtuellen elektronischen Datenraum zur Prüfung zur Verfügung gestellt. Bei der Due Diligence soll eine Faktenbasis für den Entscheid des Investors geschaffen werden. Eine Due Diligence Prüfung umfasst für gewöhnlich die Bereiche Finanzen, Recht, Business, Immaterialgüter, Steuern, Mitarbeiter, Sozialversicherungen, Versicherungen, IT und gegebenenfalls Grundeigentum und Umwelt. Der Umfang und die Tiefe einer Due Diligence Prüfung hängen von verschiedenen Faktoren ab (z.B. Bedürfnisse und Risikobereitschaft des Investors). Es kann sich um eine *Full Scope* oder auch nur um eine *Red Flag* Due Diligence handeln. Bei der letzteren Art wird der Investor regelmässig eine sog. *Materiality Threshold* festlegen, wonach eruierte Risiken unterhalb dieser Relevanzschwelle nicht berichtet werden müssen. Hingegen müssen bei jeder VC-Due Diligence folgende Aspekte zwingend geprüft werden: Kapitalisierungstabelle und Aktienbuch, Beteiligungspläne (z.B. Aktienpläne, Optionspläne), Darlehen und Wandeldarlehen, Arbeitsverträge der Gründer und Immaterialgüterrechte sowie Lizenzverträge. Die Due Diligence wird mit einem Due Diligence Bericht abgeschlossen, der nur gegenüber dem Investor offengelegt wird. Eine Offenlegung gegenüber Dritten sollte nur nach Unterzeichnung eines *Release Letters* mit Haftungsbeschränkungs-Regelung erlaubt werden.

Nach Abschluss der Due Diligence werden verbindlichen Transaktionsverträge verhandelt und unterzeichnet. Dabei handelt es sich zunächst um den *Beteiligungsvertrag (Investment Agreement)*. Dieser Vertrag regelt die Durchführung und Abwicklung der Finanzierungsrunde. Es werden primär die Bewertung der Gesellschaft, die Grösse der Finanzierung, die Anzahl der neu auszugebenden Aktien sowie die Gewährleistungen und Zusicherungen geregelt. Die Ergebnisse der Due Diligence fliessen in den Beteiligungsvertrag ein, etwa bei der Ausgestaltung der Gewährleistungsbestimmungen oder Vollzugsbedingungen (*Conditions precedent*). Neben dem Beteiligungsvertrag ist der *Aktionärsbindungsvertrag* der zweite wichtige Vertrag bei einer VC-

Transaktion. Er regelt die Koexistenz der Gründer und Investoren einer Gesellschaft für die Zeit nach dem Einstieg der Investoren. Entweder treten die Investoren in einen bestehenden Aktionärsbindungsvertrag ein oder sie verlangen den Abschluss eines neuen Aktionärsbindungsvertrags, der einen bestehenden Vertrag ersetzt.

Nach Unterzeichnung des Beteiligungsvertrags und Aktionärsbindungsvertrags und allenfalls weiterer Verträge (*Signing*) wird die Finanzierungsrunde vollzogen und die Kapitalerhöhung durchgeführt (*Closing*) (zum Ganzen ausführlich Wenger/Honold, S. 141 ff.; Frick, S. 181 ff.).

Gewährleistung gegenüber Investoren

Investoren befinden sich zum Zeitpunkt einer Finanzierungsrunde nicht auf demselben Informationsstand wie das Management. Sie können aus dem Aktienrecht direkt keine Gewährleistungsansprüche ableiten. Deshalb lassen sie sich in der Regel vertragliche Gewährleistungsversprechen einräumen. Beteiligungsverträge enthalten neben den genannten Hauptpflichten regelmässig vertragliche Zusicherungen (*Representations*) und Garantien (*Warranties*). Zudem wird eine mögliche Anwendung von Art. 200 OR, der eine Haftungsbeschränkung zugunsten des Verkäufers für dem Käufer bekannte Mängel vorsieht, regelmässig ausdrücklich ausgeschlossen. Bei der Ausgestaltung der Gewährleistung gibt es verschiedene Möglichkeiten und als Schuldner können sowohl bestehende Aktionäre (insbesondere Gründer und Management) als auch die Zielgesellschaft bestimmt werden.

Bestehende Aktionäre können für den Fall einer Gewährleistungsverletzung versprechen, eigene Aktien entschädigungshalber an die berechtigten Investoren zu übertragen. Diese Vorgehensweise kann unangenehme Nebeneffekte haben, indem die haftenden Aktionäre durch die Übertragung ihrer Aktien möglicherweise marginalisiert werden und deren Interessen sich so tendenziell von denjenigen der Investoren entfernen können.

Es ist möglich, dass die Zielgesellschaft selbst als Schuldnerin zur Absicherung der Investoren auftritt und die notwendigen Gewährleistungsversprechen abgibt. Wenn dabei Schadenersatzzahlungen vereinbart werden, müssen allerdings die Schranken der Kapitalschutzvorschriften (Verbot der Einlagerückgewähr nach Art. 680 Abs. 2 OR und die Pflicht zur Rückerstattung von unrechtmässig bezogenen Leistungen nach Art. 678 Abs. 2 OR) beachtet werden. Eine alternative Lösung besteht darin, die Entschä-

digung der Investoren in Form von neu auszugebenden Aktien auszugestalten (*kompensierende Kapitalerhöhung*). Die bestehenden Aktionäre verpflichten sich dabei, ihre Stimmrechte im Fall einer Gewährleistungsverletzung im Sinne einer Kapitalerhöhung zugunsten der Investoren auszuüben und dabei auf ihr Bezugsrecht zu verzichten. Die Gesellschaft kann in der Folge alle neu zu emittierenden Aktien entschädigungshalber an die Investoren ausgeben. Die Aktien können gratis geschaffen werden, wo frei verwendbares Eigenkapital in ausreichender Höhe vorhanden ist (Art. 652d Abs. 1 OR). Den Investoren steht zumindest das Recht zu, die Aktien zum Nominalwert zu zeichnen. Im Sinne einer Mitellösung können die Parteien im Beteiligungsvertrag auch vereinbaren, dass im Fall einer Gewährleistungsverletzung die Investoren in erster Linie durch Mittel aus dem Gesellschaftsvermögen entschädigt werden sollen und das Aktienkapital nur subsidiär erhöht wird, wenn die unter Berücksichtigung der Kapitalschutzvorschriften zur Verfügung stehenden Mittel für die Entschädigung der Investoren nicht ausreichen.

Wenn die Zielgesellschaft als Schuldnerin auftritt, müssen jedenfalls alle bestehenden Aktionäre als Vertragspartei am Beteiligungsvertrag beteiligt sein oder alternativ die für die kompensierende Kapitalerhöhung notwendigen Verpflichtungen in einer separaten Vereinbarung (typischerweise im Aktionärsbindungsvertrag) eingehen (zum Ganzen ausführlich Philippin/Loepfe, S. 295 ff.; Wenger/Honold, S. 162 ff.; Wyss, Beteiligungsvertrag, S. 424).

Meldung der wirtschaftlich berechtigten Person

Wer allein oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien einer Gesellschaft, deren Aktien nicht an einer Börse kotiert sind, erwirbt und dadurch den Grenzwert von 25 Prozent des Aktienkapitals oder der Stimmen erreicht oder überschreitet, muss gemäss Art. 697j Abs. 1 OR der Gesellschaft innert Monatsfrist den Vor- und Nachnamen und die Adresse der natürlichen Person melden, für die er letztendlich handelt (*wirtschaftlich berechtigte Person*). Die Meldepflicht besteht nicht, wenn die erworbenen Aktien als Bucheffekten im Sinne des Bucheffektengesetzes ausgestaltet sind und die Gesellschaft eine Verwahrungsstelle in der Schweiz bezeichnet hat (Art. 697j Abs. 3 OR). Bei einer Verletzung der Meldepflicht ruhen die Mitgliedschaftsrechte, können die Vermögensrechte nicht geltend gemacht

werden und haftet der VR, falls nicht sichergestellt ist, dass keine Aktionäre unter Verletzung der Meldepflichten ihre Rechte ausüben (Art. 697m OR).

Wenn PE-Fonds oder VC-Fonds in eine Portfoliogesellschaft investieren und 25 Prozent oder mehr der Anteile erwerben, stellt sich die Frage, ob und wer als wirtschaftlich berechtigte Person gegenüber der Gesellschaft offenzulegen ist. Dabei kann sich ergeben, dass es keine wirtschaftlich berechtigte Person im Sinne von Art. 697j Abs. 1 OR gibt und deshalb eine Negativmeldung an die Gesellschaft erfolgen kann.

Weiter stellt sich die Frage, ob der Abschluss eines Aktionärsbindungsvertrags bereits als gemeinsame Absprache im Sinne von Art. 697j OR zu qualifizieren ist und die Beteiligungen sämtlicher Vertragsparteien für die Bestimmung der Meldepflicht zu addieren sind. Die Rechtslage ist nicht ganz klar. Im Zweifelsfall sollte von einer gemeinsamen Absprache ausgegangen werden, insbesondere wenn eine Gruppe von Aktionären gemeinsam den Erwerb der Anteile der Gesellschaft anstrebt und in der Folge über die Gesellschaft die Kontrolle gemeinsam ausüben will (zum Ganzen ausführlich Frey/Leis, S. 183 ff.).

Gesellschaftsrechtliche Organisation

Generalversammlung

Die Generalversammlung der Aktionäre ist das oberste Organ der AG. Sie hat gemäss Gesetz bestimmte unübertragbare Befugnisse (Art. 698 OR). Es können der GV mittels Statuten weitere Befugnisse zugewiesen werden. Die Beschlüsse werden gemäss Gesetz oder Statuten mit einfachem oder qualifiziertem Mehr gefällt. PE-Investoren können im Aktionärsbindungsvertrag Stimmverhalten in der GV regeln.

Neuere Rechtsprechung:

- Traktandierungsrecht: Nach dem Wortlaut von Art. 699 OR steht das Traktandierungsrecht nur Aktionären mit Aktien im Nennwert von CHF 1 Mio. zu. Das Bundesgericht und die herrschende Lehre erachten diese Formulierung als offensichtlich auf einem Versehen beruhend. Das Traktandierungsrecht geht mit dem Einberufungsrecht einher und muss daher auch jenen Aktionären zukommen, die über Aktien verfügen, die zwar keinen Nennwert von CHF 1 Mio. aufweisen, aber doch 10 Prozent des Aktienkapitals ausmachen, da ein Traktandierungsrecht sonst in allen Gesellschaften mit weniger als CHF 1 Mio. Aktienkapital ausgeschlossen wäre (Urteil des BGer 4A_296/2015 vom 27. November 2015).
- Anfechtung GV-Beschluss: Beschlüsse der GV können gerichtlich aufgehoben werden, wenn ein Aktionär Stimmrechte ausübte, über die er nicht (mehr) verfügte (Urteil des BGer 4A_48/2014 vom 2. Juni 2014).
- Nichtiger GV-Beschluss: Es kommt keine beschlussfähige Versammlung zustande, wenn eine unzuständige Person oder ein unzuständiges Organ eingeladen hat. Der Beschluss ist gegebenenfalls nichtig (Urteil des BGer 5A_205/2013 vom 16. August 2013).
- Anfechtung GV-Beschluss: Beschlüsse der GV, die gegen das Gesetz oder die Statuten verstossen, können von jedem Aktionär angefochten werden. Die Anfechtung nach Art. 706 OR muss innerhalb von zwei Monaten geltend gemacht werden. Dabei handelt es sich um eine Verwirkungsfrist, deren Einhaltung das Gericht von Amtes wegen prüft (Urteil des BGer 4A_10/2012 vom 2. Oktober 2012,).
- Information der Aktionäre: Der Informationsanspruch des Aktionärs nach Art. 697 OR besteht nur während der GV. Es besteht kein Rechtsanspruch des Aktionärs auf Beantwortung von Fragen ausserhalb der GV (HRer Zürich, 23. Mai 2013; ZR 112/2013, S. 229).
- Einberufung GV: Ein Minderheitsaktionär, der 10 Prozent des Aktienkapitals hält, kann die Einberufung einer GV verlangen (Art. 699 Abs. 2 OR), gegebenenfalls beim Richter, wenn der VR nicht innert angemessener Frist handelt (Art. 699 Abs. 4 OR). Dabei ist das Begehren um Einberufung der GV nur rechtsgültig, wenn es den Verhandlungsgegenstand und einen damit verbundenen konkreten Beschlussantrag enthält und in Schriftform dem VR eingereicht wird (Urteil des HGer Zürich HE130173 vom 10. September 2013).
- Einberufung GV: Ein Aktionär, der über 10 Prozent des Aktienkapitals verfügt, kann die Einberufung einer GV verlangen (Art. 699 Abs. 3 und 4 OR). Ein solches Begehren ist aber nur gültig, wenn es gleichzeitig mindestens einen Verhandlungsgegenstand und einen damit verbundenen

Beschlussantrag enthält und in Schriftform dem VR zugestellt wird (z.B. „Abwahl und Neuwahl des Verwaltungsrats – Wahl von Herrn XY als einziger Verwaltungsrat“; HGer Zürich, 19. November 2012, ZR 111/2012, S. 302).

- Nichtiger GV-Beschluss: Die Beschlüsse einer Universalversammlung sind gemäss Art. 706b OR nichtig, wenn nicht alle Aktionäre an der Versammlung anwesend waren (BGE 137 III 460).

Verwaltungsrat

Der VR der Aktiengesellschaft kann in allen Angelegenheiten Beschluss fassen, die nicht nach Gesetz oder Statuten der GV zugeteilt sind. Er führt die Geschäfte der Gesellschaft, soweit er die Geschäftsführung nicht übertragen hat (Art. 716 OR). Der VR hat bestimmte unübertragbare und unentziehbare Aufgaben (Art. 716a OR). Die Mitglieder des VR werden von der GV gewählt (Art. 698 OR).

Bestehen verschiedene Kategorien von Aktien, so hat jede Aktionärskategorie Anspruch auf die Wahl mindestens eines Vertreters im VR (Art. 709 Abs. 1 OR). Stammaktien, Vorzugsaktien und Stimmrechtsaktien bilden je eine eigene Aktienkategorie.

Neuere Rechtsprechung:

- Business judgment rule: Für Geschäftsentscheidungen gilt der Grundsatz der ex ante-Beurteilung der Sorgfaltspflichten von Art. 717 OR, wonach der Richter sich Zurückhaltung auferlegen muss, wenn die Beschlüsse in einem einwandfreien, auf einer angemessenen Informationsbasis beruhenden und von Interessenkonflikten freien Entscheidungsprozess zustande gekommen sind (business judgment rule). Andernfalls rechtfertigt sich die Zurückhaltung nicht und es reicht, dass ein Geschäftsentscheid bei freier bzw. umfassender Prüfung als fehlerbehaftet erscheint. Das Vorliegen eines Interessenkonflikts führt somit nicht ohne weiteres zur Annahme einer Pflichtverletzung, sondern nur dann, wenn der Geschäftsentscheid in der gegebenen Situation bei freier bzw. umfassender Prüfung als fehlerbehaftet erscheint (Urteil des BGer 4A_219/2015 vom 8. September 2015).
- Business judgment rule: Hinsichtlich der Verantwortlichkeit der Mitglieder des VR hat das Bundesgericht die Schutzbestimmung der business judgment rule weiterentwickelt. Eine zurückhaltende Überprüfung kommt dann zum Tragen, wenn die Entscheidungen der Organe,

die sich nachträglich als falsch herausstellen, „in einem einwandfreien, auf einer angemessenen Informationsbasis beruhenden und von Interessenkonflikten freien Entscheidungsprozess zustande gekommen sind“. Gegebenenfalls zieht der Richter die Organe nicht schon dann zur Rechenschaft, wenn sich der Entscheid nachträglich als falsch erwiesen hat, sondern nur, wenn der Entscheid schlicht nicht mehr vertretbar gewesen ist (BGE 139 III 24; Urteil des BGer 4A_97/2013 vom 28. August 2013; Urteil des BGer 4A_15/2013 vom 11. Juli 2013, Urteil des BGer 4A_626/2014 vom 8. April 2014).

- Ungesicherte Darlehen: Bei der Vergabe von Darlehen ohne Sicherheiten ist Vorsicht geboten. Ein VR, welcher der Vergabe eines Darlehens ohne Sicherheit zustimmt, setzt sich grundsätzlich dem Vorwurf einer Sorgfaltspflichtverletzung aus, es sei denn, er vermag sich auf den Schutz der business judgment rule zu berufen (Urteil des BGer 4A_15/2013 vom 11. Juli 2013; Urteil des BGer vom 8. April 2014; Urteil des BGer 4A_138/2014 vom 16. Oktober 2014).
- Vergütung Verwaltungsrat: Das OR sieht eine Vergütung von Verwaltungsräten nur in Form von Tantiemen vor, d.h. als formelle Gewinnentnahme (Art. 677 OR). Es können hingegen auch feste Entschädigungen zulasten der Erfolgsrechnung gestützt auf ein entsprechendes Schuldverhältnis ausgerichtet werden. Dabei ist die Rechtsgrundlage entweder eine Statutenbestimmung, welche die Ausrichtung einer Entschädigung der GV oder dem VR zuweist, oder ein Arbeitsvertrag oder ein Auftrag. Mitglieder des VR sind nach Art. 678 Abs. 2 OR zur Rückerstattung „anderer Leistungen“ als formale Gewinnausschüttungen verpflichtet, „soweit diese in einem offensichtlichen Missverhältnis zur Gegenleistung und zur wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft stehen“. Art. 678 Abs. 2 OR zielt damit auf verdeckte Gewinnausschüttungen ab. Voraussetzung sind ein offensichtliches Missverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung, ein Missverhältnis zur wirtschaftlichen Lage der Gesellschaft und böser Glaube des Bezügers (Urteil des BGer 4A_195/2014, 4A_197/2014 vom 27. November 2014).
- Rückforderung der Vergütung: Aktionäre und VR-Mitglieder sowie diesen nahestehende Personen müssen übermässige Zuschüsse zurückerstatten (Art. 678 OR). Für die Rückgewähr von

verdeckten Gewinnausschüttungen spielt die Rechtsnatur der gewährten Leistung keine Rolle. Massgebend ist ausschliesslich das Missverhältnis von Leistung und Gegenleistung. Es ist zu prüfen, ob die separat vergütete Gegenleistung bereits durch das Salär des VR abgegolten war. Das Missverhältnis muss offensichtlich sein. Bei finanzstarken Gesellschaften ist der Ermessensspielraum grösser als bei finanzschwachen Gesellschaften. Der Empfänger muss stets bösgläubig gehandelt haben (BGE 140 III 602).

- **Abwahl von VR:** Der Beschluss der GV, ein Mitglied des VR nicht wieder zu wählen, wird sofort wirksam. Eine Anfechtungsklage gemäss Art. 706 OR kann zu einer rückwirkenden Aufhebung des Beschlusses führen, hat aber keine aufschiebende Wirkung (OGer Thurgau, 17. Januar 2011, RBOG 2011, S. 132).

Geschäftsführung

Die Statuten können den VR ermächtigen, die Geschäftsführung nach Massgabe eines Organisationsreglements ganz oder teilweise an einzelne Mitglieder oder an Dritte zu übertragen (Art. 716b OR). Die Geschäftsführung wird vom VR gewählt (Art. 716a OR).

Neuere Rechtsprechung:

- **Schuldrechtliches Verhältnis:** Das schuldrechtliche Verhältnis eines Organwalters zur Gesellschaft ist aufgrund der konkreten Umstände zu beurteilen. Besteht ein Abhängigkeitsverhältnis und eine Weisungsgebundenheit, so liegt ein arbeits- und gesellschaftsrechtliches Doppelverhältnis vor, in welchem die Rechtsverhältnisse klar auseinanderzuhalten sind. Ein Geschäftsführungsvertrag kann je nach Umständen als Arbeitsvertrag oder Auftrag qualifiziert werden (Urteil des BGer 4A_452/2013 vom 31. März 2014).
- **Delegation der Geschäftstätigkeit:** Die Statuten müssen sich nicht auf den Grundsatz der Delegationsmöglichkeit beschränken. Sie können darüber hinaus auch Einschränkungen und Bedingungen für die Delegation enthalten (BGE 137 III 503).
- **Delegation der Geschäftstätigkeit:** Eine PE-Gesellschaft kann ihre Geschäftstätigkeit an eine Management-Gesellschaft mittels eines Investment Management Agreements delegieren, wenn dieser Vertrag die für die Delegation notwendigen Punkte regelt (Modalitäten der Geschäftsführung,

notwendige Stellen, Umschreibung der Aufgaben und Berichterstattung). Es muss formell kein Organisationsreglement vorliegen (BGE 137 III 503).

Revisionsstelle

Wegen der beschränkten Grösse der Gesellschaften im PE-Bereich dürfte regelmässig keine Pflicht zur ordentlichen Revision bestehen. Gegebenenfalls hat die PE-Gesellschaft ihre Jahresrechnung durch eine Revisionsstelle eingeschränkt prüfen zu lassen. Mit Zustimmung sämtlicher Aktionäre kann auf die eingeschränkte Revision verzichtet werden, wenn die Gesellschaft nicht mehr als zehn Vollzeitstellen im Jahresdurchschnitt hat (Art. 727a OR).

Optimierung der Organisation

Managementbeteiligung

Die Beteiligung des Managements ist ein wesentliches Element einer jeden PE-Transaktion. Dem Management einer PE-Gesellschaft wird von den Investoren eine Beteiligung von regelmässig zwischen 5 und 15 Prozent zugestanden. Durch die unternehmerische Beteiligung wird der Interessengleichlauf zwischen Investoren und Management angestrebt. Durch die Beteiligung werden die Manager an das Zielunternehmen gebunden und erhalten einen Anreiz, bis zum Exit an dessen Wertsteigerung mitzuwirken.

Bei der Managementbeteiligung stehen für die Investoren die Wertmaximierung im Exit und die Sicherung ihrer Kontrolle über die PE-Gesellschaft im Vordergrund. Dagegen sind die Manager neben einer Wertmaximierung ihrer Beteiligung primär an einer steueroptimierten Beteiligungsstruktur, einer weitgehenden Beschränkung ihrer persönlichen Haftung und allenfalls einer teilweisen Fremdfinanzierung ihres Investments interessiert.

Oftmals wird eine anfängliche Mindestbeteiligung mit Optionen auf einen zukünftigen Beteiligungserwerb kombiniert. Es stellen sich dabei verschiedene Strukturierungsfragen: Die Beteiligung des Managements kann vergünstigt werden (Sweet Equity). Dabei können die Aktien billiger zur Verfügung gestellt und zusätzliche Aktien in Abhängigkeit der Anstellungsdauer und/oder des Erreichens bestimmter Ziele vereinbart werden (*Vesting Schedules*). Zudem sollte geregelt werden, was mit den Aktien bei einem frühzeitigen Ausscheiden als

Manager geschieht. Des Weiteren kann eine besondere Finanzierung der Managementbeteiligung vereinbart werden. Schliesslich kann der Verwässerungsschutz der Minderheitsbeteiligung angemessen geregelt werden. Die Regelung der Managementbeteiligung erfolgt für gewöhnlich im Aktionärsbindungsvertrag (vgl. ausführlich Bloss, S. 104 ff).

Entsandter Verwaltungsrat

Ein Investmentfonds, der erhebliche Gelder in eine PE-Gesellschaft investiert, möchte regelmässig zur Überwachung der Investition sowie zur Förderung eines gewinnbringenden Einsatzes der Gelder einen Vertreter in den VR der Gesellschaft delegieren. Im Rahmen klassischer PE-Investitionen ist die Möglichkeit der Einflussnahme in der Portfoliogesellschaft ein wichtiges Anliegen. Für gewöhnlich wird ein leitender Mitarbeiter des Fondsmanagers entsandt. Die Entsendung kann rechtlich vom Fonds (direktes Rechtsverhältnis zwischen entsandtem Verwaltungsrat und Fonds) oder vom Fondsmanager (indirektes Rechtsverhältnis zwischen entsandtem Verwaltungsrat und Fonds) erfolgen.

Gemäss OR ist die Interessenvertretung im VR grundsätzlich zulässig. Art. 709 Abs. 1 OR sieht die Wahl eines Vertreters einer jeder Aktienkategorie vor. Und Art. 709 Abs. 2 OR erlaubt ausdrücklich die Einführung eines Nominationsrechts.

Der entsandte Verwaltungsrat ist rechtlich doppelt eingebunden, einerseits durch das Verhältnis zum Entsender und andererseits durch das Verhältnis zur Portfoliogesellschaft (*doppelter Pflichtenexus*). Der entsandte Verwaltungsrat ist für gewöhnlich explizit oder implizit dazu verpflichtet, die Interessen des Fonds und damit der Fondsinvestoren im VR der Portfoliogesellschaft zu vertreten. Entsprechende Sorgfalts- oder Treuepflichten, Weisungsbefolgungspflichten und Rechenschaftspflichten können sich aus Arbeitsvertrag, Auftrag oder Organschaft ergeben. Andererseits tritt der entsandte Verwaltungsrat in ein reguläres organschaftliches Verhältnis zur Portfoliogesellschaft ein. Dieses weist eine vertrags- und körperschaftsrechtliche Doppelnatur auf (auftragsähnlicher Innominatkontrakt und gesellschaftsrechtliche Organpflichten, siehe z.B. BGE 130 III 213 E. 2.1). Als Teil des Gesamtverwaltungsrats untersteht der entsandte Verwaltungsrat der Sorgfalts-, Treue- und Gleichbehandlungspflicht (Art. 717 OR). An die Sorgfalt sind höhere Anforderungen zu stellen, wenn ein entsandter Verwaltungsrat im Eigeninteresse, im Interesse eines Aktionärs oder eines Dritten handelt, d.h. wenn potentiell

Interessenskonflikte im Spiel sind (BGE 113 II 52, E. 3a).

Bei einem Interessenkonflikt im eigentlichen Sinn (z.B. Rechtsgeschäft zwischen Gesellschaft und entsendendem Fonds) ist die Rechtslage klar: Der Interessenkonflikt darf sich nicht zum Nachteil der Gesellschaft auf die Beschlussfassung auswirken. Das betroffene Verwaltungsratsmitglied muss in den Ausstand treten. Bei Insihgeschäften ist zusätzlich bei einem Wert von über CHF 1'000 Schriftlichkeit verlangt (Art. 718b OR).

Was gilt aber ausserhalb einer Interessenkollision im eigentlichen Sinn? Gemäss Bundesgericht dürften die Sonderinteressen der vertretenen Aktionärsgruppen im Rahmen der allgemeinen Interessen der Gesellschaft verfochten werden (BGE 66 II 43). Dasselbe gilt für Weisungen: Weisungen dürfen innerhalb des allgemeinen Gesellschaftsinteresses befolgt werden (Urteil des BGer 6B_54/2008, E. 6.3.2 vom 9. Mai 2008). Im Ergebnis stellt das *allgemeine Gesellschaftsinteresse* die Grenze der Interessenvertretung und Weisungsgebundenheit im VR dar. Im Normalfall dürfte das Gesellschaftsinteresse dem Interesse des Grossteils der Aktionäre und insbesondere dem Interesse von Finanzinvestoren wie PE-Fonds entsprechen. Bei einer gewinnstrebigen Aktiengesellschaft besteht das Gesellschaftsinteresse primär darin, im Rahmen des Gesellschaftszwecks diejenigen Massnahmen zu ergreifen, die zu einer Maximierung des Vermögens der Gesellschaft führen bzw. eine Verringerung desselben vermeiden.

Das *allgemeine Gesellschaftsinteresse* (wie auch immer definiert) ist faktisch weitgehend dispositiver Natur, indem ein VR grundsätzlich nicht belangt werden kann, wenn die Aktionäre zugestimmt haben oder eine Handlung im Nachhinein von den Aktionären genehmigt wird (Décharge-Erteilung). Insbesondere steht es den Aktionären frei, eine abweichende Ordnung im Rahmen eines Aktionärsbindungsvertrags zu etablieren (z.B. Festlegung des Einflusses auf die Willensbildung über Nominationsrechte, besondere Beschlussquoten, Vetorechte und Minderheitsquoten). Es kann dabei von einer Globalzustimmung der im Aktionärsbindungsvertrag verbundenen Aktionäre zu Handlungen des VR ausgegangen werden, welche sich im Rahmen der primär vertraglichen Governance-Ordnung bewegen. Im Ergebnis kann die Gesellschaft selbst, namentlich durch ihre Aktionäre bzw. den Alleinaktionär in haftungsbefreiender Weise auf die Wahrung des Gesellschaftsinteresses verzichten.

Ein vom Fonds entsandter Verwaltungsrat darf die Interessen des Fonds im VR vertreten, wenn er gewisse Grenzen beachtet. Bei diesen Grenzen geht es im Wesentlichen um sachfremde Partikularinteressen, Interessenskollisionen im engen Sinn, Steuerrecht und zwingende Gläubigerschutzinteressen. Im Unterschied zu den Aktionären haben die Gläubiger keinen grundsätzlichen Anspruch auf die Wahrung der Gesellschaftsinteressen, die Zweckverfolgung oder gutes Geschäften seitens des VR. Ihre Rechte und Interessen sind erst betroffen, wenn die Grenze zur Kapitalrückgewähr überschritten wird, bei fehlender Liquiditätsplanung, der Erstellung fehlerhafter Abschlüsse oder der strafrechtlich verpönten Herbeiführung einer Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit.

Der VR ist grundsätzlich zur *Geheimhaltung* verpflichtet. Die entsprechende Pflicht ergibt sich aus der Treuepflicht (Art. 717 Abs. 1 OR). Hingegen darf ein entsandter Verwaltungsrat diejenigen Informationen, die für die Weisungserteilung erforderlich sind (z.B. Informationen über laufende Geschäfte), an den Aktionär weitergeben. Ausserhalb dieses Bereichs muss er die Zustimmung des Geheimnisherrn, d.h. des Gesamtverwaltungsrats oder der betroffenen Drittperson einholen, bevor er die fraglichen Informationen gegenüber dem Fonds bzw. dem Fondsmanager offenlegen darf. In der PE-Praxis ist der Informationsfluss oftmals detailliert im Aktionärsbindungsvertrag geregelt. Mit der Unterzeichnung des Aktionärsbindungsvertrags stimmen alle gebundenen Aktionäre der Durchbrechung der Geheimhaltungspflicht zu, weshalb eine spätere Klage der Aktionäre gegen ein offenlegendes Verwaltungsratsmitglied ausgeschlossen ist. Es empfiehlt sich bei einer entsprechenden Regelung, den Informationsfluss vom Aktionärsvertreter an den Aktionär zwar zuzulassen, aber nur unter der Voraussetzung, dass sich der Aktionär vertraglich zu gewissen Schutzmassnahmen verpflichtet (Geheimhaltung, Verbot der Verwendung für andere Zwecke).

Der entsandte Verwaltungsrat kann sowohl gegenüber dem entsendenden Fonds bzw. Fondsmanager als auch gegenüber der Gesellschaft oder Dritten vertraglich oder aus seiner gesellschaftsrechtlichen Stellung *haftbar* gemacht werden (doppelter Pflichtenexus). Im Verhältnis zum Aktionär haftet er bei weisungswidrigem Verhalten, es sei denn, eine Befolgung der Weisung hätte zu einer Verletzung des allgemeinen Gesellschaftsinteresses geführt. Im Verhältnis zur Portfoliogesellschaft gelten die Regeln der Organhaftpflicht. Der entsandte Verwaltungsrat

kann gegenüber der Gesellschaft, den Aktionären und Gläubigern, die dem fraglichen Handeln zugestimmt haben, grundsätzlich nicht haftbar gemacht werden. Zudem ist nach herrschender Lehre eine Wegbedingung der Haftung des VR für leichte Fahrlässigkeit zulässig und wirksam.

Der entsendende Fonds bzw. Fondsmanager ist je nach zugrundeliegendem Rechtsverhältnis zur *Schadloshaltung* des entsandten Verwaltungsrats verpflichtet. Des Weiteren kann der entsandte Verwaltungsrat auch eine Schadloshaltungsvereinbarung mit der Portfoliogesellschaft abschliessen. Eine Schadloshaltungspflicht kann auch in den Statuten vorgesehen sein. Dabei kann die Kostendeckung und Schadensdeckung für bloss leichte Fahrlässigkeit der Gesellschaft überbürdet werden. Darüber hinaus müssen von der Gesellschaft übernommene Beträge unter Umständen zurückerstattet werden, wenn die Verletzung aktienrechtlicher Pflichten erstellt ist. Schliesslich steht es dem entsandten Verwaltungsrat offen, eine D&O Versicherung abzuschliessen (zum Ganzen ausführlich Gericke, S. 125 ff.).

Stimmbindung

In einem Aktionärsbindungsvertrag sind oftmals Stimmbindungsvereinbarungen enthalten, welche die Stimmbindung im Rahmen der GV einer Aktiengesellschaft regeln. Wenn ein Aktionärsbindungsvertrag vorsieht, dass ein Aktionär das Recht hat, persönlich im VR Einsitz zu nehmen, setzt die Regelung voraus, dass dieser Aktionär auch effektiv von der Mehrheit der Aktionäre in den VR gewählt wird. Die Parteien des Aktionärsbindungsvertrags müssen in ihrer Funktion als Aktionäre ihr Stimmrecht in diesem Sinne ausüben, ansonsten kann der Bestimmung im Aktionärsbindungsvertrag nicht zum Durchbruch verholfen werden. Die Stimmbindung kann auf unterschiedliche Weise geregelt werden (z.B. Ausübung des Stimmrechts hinsichtlich bestimmter Sachverhalte; Ausübung des Stimmrechts auf Instruktion eines anderen Aktionärs; Verfahrensregeln für Ausübung des Stimmrechts durch Gruppe).

Stimmbindungsvereinbarungen zwischen Aktionären sind zulässig, es sei denn, sie dienen der Umgehung von gesetzlichen oder statutarischen Stimmrechtsbeschränkungen oder können zum Stimmenkauf missbraucht werden. Stimmbindungsvereinbarungen zwischen Aktionären wirken nach herrschender Lehre *inter partes* und entfalten gegenüber der Gesellschaft keine Wirkung. Daraus ergibt sich,

dass eine Aktiengesellschaft Stimmen, die in Verletzung eines Aktionärsbindungsvertrags abgegeben wurden, so zu berücksichtigen hat, wie sie effektiv abgegeben wurden, und nicht so, wie sie nach Massgabe des Aktionärsbindungsvertrags hätten abgegeben werden müssen. Für die Gesellschaft sind einzig die gesetzlichen und statutarischen Bestimmungen relevant.

In einem Aktionärsbindungsvertrag können immerhin Massnahmen vorgesehen werden, um Stimmbindungsvereinbarungen durchzusetzen. Es können direkte Massnahmen (z.B. Gewährung von Vollmachten, Einbringung der Aktien in eine einfache Gesellschaft, Übertragung der Aktien auf einen Escrow Agent) oder indirekte Massnahmen (z.B. Sanktionierung durch Konventionalstrafe, pauschalisierter Schadenersatz oder Einräumung von Kaufrechten) vereinbart werden.

Abgesehen von den genannten Sicherheitsmassnahmen ist eine Partei darauf angewiesen, dass die Realerfüllung einer Stimmbindung gerichtlich durchgesetzt werden kann. Die Berechtigten aus einem Aktionärsbindungsvertrag haben grundsätzlich einen klagbaren Anspruch auf Realerfüllung der vertraglichen Verpflichtung zur Stimmabgabe. Die Realerfüllung von Stimmbindungsvereinbarungen kann im Rahmen von (superprovisorischen) vorsorglichen Massnahmen gerichtlich durchgesetzt werden. Die Anweisung an die Gesellschaft als dritte Person im Sinne von Art. 262 lit. c ZPO erscheint dabei als effektives, wenn gesellschaftsrechtlich auch heikles Durchsetzungsmittel. Zur entsprechenden prozessualen Durchsetzung ist ein schnelles und erfolgreiches Handeln vor der GV zentral.

Nach Durchführung der GV sind die Möglichkeiten beschränkt; der GV-Beschluss ist grundsätzlich irreversibel. In Fällen, in denen der Eintrag im Handelsregister konstitutive Wirkung hat (z.B. ordentliche Kapitalerhöhung), kann der Registereintrag durch schriftlichen Einspruch (als Druckmittel) zwar vorläufig verhindert werden. Doch verlangt die Prosequierung der Registersperre einen Anfechtungsgrund im Sinne von Art. 706 OR, welcher bei einer blossen Verletzung eines Aktionärsbindungsvertrags nicht gegeben ist. Des Weiteren besteht die Möglichkeit der Klage auf Durchführung einer neuen GV, was aber regelmässig umständlich und wenig praktikabel ist. Im Ergebnis bleibt einer berechtigten Partei nach erfolgter vertragswidriger Stimmabgabe in der GV oftmals nur noch die weniger attraktive Möglichkeit der Geltendmachung von Schadenersatzan-

sprüchen und gegebenenfalls Konventionalstrafen (zum Ganzen ausführlich siehe Trippel/Kull, S. 210 ff.).

Krisenbewältigung

Es können trotz oder sogar wegen vertraglichen Regelungen Situationen entstehen, in denen Investoren oder eine PE-Gesellschaft, in welche diese Investoren investiert haben, nur noch beschränkt in der Lage sind, Entscheide zu fällen oder gänzlich blockiert sind. Es entsteht eine Krise, deren erfolgreiche Bewältigung für die einzelnen Investoren, aber auch für die PE-Gesellschaft von zentraler Bedeutung sein kann. Solche Krisen können durch geeignete Bestimmungen im Aktionärsbindungsvertrag bewältigt werden.

Einer PE-Gesellschaft können die notwendigen finanziellen Mittel fehlen, um das Geschäft gemäss Geschäftsplan ausbauen und weiter entwickeln zu können. Für den Fall einer solchen *Finanzkrise* können Aktionärsbindungsverträge vorsehen, dass Gesellschafter verpflichtet sind, der Gesellschaft bei Erreichen gewisser Milestones weitere finanzielle Mittel zur Verfügung zu stellen (z.B. Ausgabe teillibrierter Aktien, Verpflichtung zur Gewährung von Aktionärsdarlehen, Zeichnung neuer Aktien, à fonds perdu-Zuschüsse). Aktionärsbindungsverträge können auch vorsehen, dass Gesellschafter den Finanzierungsbedingungen, die für eine spätere Finanzierung gelten sollen, bereits im Voraus zustimmen, oder dass sie ihre statutarischen oder vertraglichen Vorzugsrechte verlieren, wenn sie sich an einer Finanzierung nicht beteiligen. Des Weiteren können Aktionärsbindungsverträge Regeln für eine Refinanzierung bei einem Kapitalverlust oder einer drohenden Überschuldung enthalten (z.B. Aufhebung vertraglich vereinbarter Quoren, Einschränkung von Vorzugsrechten von an der Finanzierung nicht teilnehmenden Gesellschaftern, Umwandlung von Forderungen Dritter in Eigenkapital gegen den Willen von Gesellschaftern). Schliesslich ist es empfehlenswert, Bestimmungen im Aktionärsbindungsvertrag zu vermeiden, die eine notwendige Finanzierung der Gesellschaft erschweren oder gar verunmöglichen könnten (z.B. Recht von Investoren zur Nichtteilnahme an weiterer Finanzierung kombiniert mit Verwässerungsklauseln, vertraglich garantierte Zeichnungs- und Vorwegzeichnungsrechte oder Vetorechte).

Aktionäre oder auch Mitglieder des VR einer PE-Gesellschaft können sich gegenseitig blockieren und

das Fassen von notwendigen Beschlüssen verhindern, die für die Zukunft des Unternehmens von grosser Bedeutung wären (*institutionelle Krise*). Solche Pattsituationen können sich typischerweise dadurch ergeben, dass einzelnen Gesellschaftern oder einer Gruppe von Gesellschaftern ein Vetorecht unterhalb einer gesetzlichen Sperrminorität eingeräumt wird. Um institutionelle Krisen vorzubeugen, sollten Regelungen in den Aktionärsbindungsvertrag aufgenommen werden, die es ermöglichen, allfällige Blockaden rasch aufzuheben und die Entscheidungsfähigkeit der Gesellschaft wiederherzustellen. Es können etwa Regelungen aufgenommen werden, die dazu führen, dass ein Aktionär die Stimmenmehrheit erhält oder dass ein Entscheid an ein übergeordnetes Gremium eskaliert wird. Nützlich sind schliesslich auch Bestimmungen, welche die Vorstellungen und Ziele der Parteien festhalten und damit Leitlinien zur Konfliktlösung enthalten.

Personelle Fehlbesetzungen können sich nachteilig auf eine PE-Gesellschaft auswirken (*Personalkrise*). Weil der direkte Einfluss eines Aktionärs gesetzlich auf die Ausübung seines Stimmrechts in der GV beschränkt ist, können Aktionäre ihren Einfluss auf die Gesellschaft indirekt, d.h. über die Einsitznahme im VR oder durch die Besetzung von Managementpositionen verbessern. Wenn sich entsprechende Regelungen im Aktionärsbindungsvertrag nicht vermeiden lassen, sollte dabei wenigstens festgelegt werden, welche Anforderungen ein vorgeschlagener Kandidat zu erfüllen hat. Von einer Verpflichtung, einen vorgeschlagenen Kandidaten ohne weiteres zu wählen, sollte abgesehen werden.

Es sind in Aktionärsbindungsverträgen praktisch immer Bestimmungen enthalten, die einen allfälligen Ausstieg (Exit) eines oder mehrerer Gesellschafter regeln (z.B. Mitverkaufspflichten und -rechte, Vorhand- und Vorkaufsrechte, Stimmbindungsvereinbarungen hinsichtlich IPO, Fusion oder Verkauf aller wesentlicher Aktiven). Daraus kann sich eine *Exitkrise* ergeben, wenn ein Verkauf unter Zeitdruck steht, weil die PE-Gesellschaft dringend neue Mittel benötigt und ein Ausstieg von bestehenden Aktionären deshalb rasch durchgeführt werden muss. Es muss sichergestellt werden, dass sich die Exit-Bestimmungen im Aktionärsbindungsvertrag bei einem solchen Fall nicht kontraproduktiv auswirken (ausführlich zum Ganzen siehe Trippel/Kull, S. 201 ff.).

Im besonderen Fall einer Minderheitsinvestition seitens der PE-Investoren (z.B. Minderheit an einer

privat gehaltenen familienkontrollierten Gesellschaft) besteht ein erhebliches Konfliktpotential im Gesellschafterkreis. Hier ist es wichtig, rechtliche Absicherungsmechanismen zu verhandeln. Andernfalls riskieren die PE-Investoren, eine wirtschaftlich signifikante Investition ohne faktische Mitsprache und Kontrolle zu erwerben. Bei einer Gesellschaft, die sich schlechter als geplant entwickelt, bietet sich ihnen in der Folge kaum eine Möglichkeit des Eingriffs oder Ausstiegs aus dem Investment. Minderheitsinvestoren können ihre Interessen durch geeignete Bestimmungen im Aktionärsbindungsvertrag schützen, indem sie ihren Einfluss sowohl auf Aktionärs- als auch auf Ebene des VR stärken. Im Zentrum stehen Regelungen in den Bereichen der „Voice“ (d.h. starke Stimme bei Unternehmensentscheiden), des erweiterten Informationszugangs und des „Exit“. Es muss im Einzelfall unter Berücksichtigung der konkreten Umstände ein geeigneter Mix dieser Instrumente gefunden werden. Dadurch können Konflikte zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären vermieden und es kann sichergestellt werden, dass zum Investitionszeitpunkt gemeinsam festgelegte Strategien zur Wertsteigerung auch planmässig umgesetzt werden können (ausführlich siehe Söding, S. 1 ff.).

Gesellschaftsrechtliche Ausgestaltung

Zwei Gestaltungsebenen

PE-Finanzierungen werden auf zwei Ebenen ausgestaltet, auf der gesellschafts- und auf der vertragsrechtlichen Ebene. Weder die Elemente der gesellschaftsrechtlichen Ebene noch jene der vertragsrechtlichen Ebene genügen je für sich allein, um einem Investor eine ausreichende Rechtsstellung einzuräumen, damit dieser die hohen PE-Risiken eingehen kann. Wäre ein PE-Investor bei der Eigenkapitalfinanzierung auf seine Rechte als Aktionär beschränkt, so müsste er Risikoprämien verlangen, die für das kapitalsuchende Unternehmen gar nicht bezahlbar wären. Die Risikoprämien lassen sich nur dann auf ein akzeptables Niveau reduzieren, wenn der PE-Investor zusätzliche vertragliche Rechte erhält.

Die gesellschaftsrechtliche Ebene umfasst im Wesentlichen die Statuten und das Organisationsreglement. Musterstatuten lassen sich auf den Webseiten von Handelsregisterämtern finden. Zudem umfasst

die Musterdokumentation, die die SECA 2012 für klassische VC-Investitionen publiziert hat, auch spezifische Muster für Statuten und ein Organisationsreglement (Board Regulations).

Statuten

Die Statuten werden bei der Aktiengesellschaft von der GV erlassen. Sie enthalten im Fall einer PE-Gesellschaft regelmässig besondere Bestimmungen, die mit der VC-Finanzierung des Unternehmens zusammenhängen.

Statutenbestimmungen, die Private Equity bezogen sind, betreffen insbesondere folgende Bereiche: Genehmigtes und bedingtes Kapital, Übertragungsbeschränkungen für Namenaktien, Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien, Aufhebung von Vorzugsrechten, Einschränkung des Stimmrechtsprivilegs, Vertretungsrecht für bestimmte Aktionärsgruppen (Art. 709 Abs. 2 OR) und Beschlussquoren.

Organisationsreglement

Das Organisationsreglement regelt gesellschaftsrechtlich jene Bereiche der AG, die nicht bereits abschliessend durch das Gesetz oder die Statuten geregelt sind. Es enthält Ausführungen und Ergänzungen von Angelegenheiten, die von untergeordneter Bedeutung sind und nur einen beschränkten Personenkreis betreffen. Es regelt gemäss Gesetz die Geschäftsführung, bestimmt die hierfür erforderlichen Stellen, umschreibt deren Aufgaben und regelt die Berichterstattung (Art. 716b OR).

Das Organisationsreglement wird vom VR erlassen und ist somit flexibler als die Statuten; es kann bei Bedarf leicht angepasst werden.

Neuere Rechtsprechung:

- Einpersonen-AG: Die Aktiengesellschaft ist auch in der Form der Einpersonen-AG selbstständige Vermögensträgerin. Ihr Vermögen ist nicht nur nach aussen, sondern auch im Verhältnis zu den einzelnen Gesellschaftsorganen ein fremdes. Dies ist strafrechtlich relevant. Handlungen des VR zum Nachteil der Einpersonen-AG können deshalb den Tatbestand der ungetreuen Geschäftsführung erfüllen, und zwar auch dann, wenn der Alleinaktionär eingewilligt hat (BGE 6B_20/2015 vom 16. März 2015).
- GV-Blockade: Bei einer Blockade der GV bei der Wahl des VR liegt ein Organisationsmangel nach Art. 731b Abs. 1 OR vor. Es kann in der Folge etwa ein Sachwalter ernannt werden (Urteil des

BGer 4A_235/2013 vom 27. Mai 2014; siehe auch Urteil des BGer 4A_605/2014 vom 5. Februar 2015).

- Ordnungsgemässe Buchführung: Die Verwaltungsräte einer Gesellschaft waren im vorliegenden Fall wirtschaftlich direkt oder indirekt an einer Reihe von weiteren Gesellschaften beteiligt. Dies führte zu einer Haftungssituation. Die Haftung nach Art. 754 OR setzt eine schuldhafte Pflichtverletzung voraus, die gegeben ist, wenn der VR zu Lasten der Gesellschaft ohne Gegenleistung Zahlungen ausgerichtet hat für Leistungen, die anderen Konzerngesellschaften zugutegekommen sind. Die Verletzung der Pflicht zur korrekten Buchführung begründet an sich die Verantwortlichkeit des VR. Diese Pflicht umfasst das Gebot der Vollständigkeit und Klarheit, sodass die Vermögenslage der Gesellschaft möglichst zuverlässig beurteilt werden kann. Soweit Aufwendungen zu Lasten der Gesellschaft verbucht wurden, die zugunsten einer anderen Gesellschaft erfolgten, haben die Verwaltungsräte ihre Pflichten verletzt, wenn sie diese Aufwendungen nicht auf die Gesellschaften aufgeteilt haben (Urteil des BGer 4A_675/2014 vom 9. März 2015).
- Pattsituation im VR: Eine nicht rechtsgenügende Zusammensetzung im Sinne eines Organisationsmangels liegt auch dann vor, wenn ein Organ nicht mehr handlungsfähig ist, z.B. aufgrund einer andauernden Pattsituation im VR oder bei Interessenkollisionen von Organwaltern. Ein sich zu einem Organisationsmangel verdichtender Interessenkonflikt liegt vor, wenn die Gesellschaftsinteressen in einer bestimmten Angelegenheit nicht mehr unabhängig wahrgenommen werden können, weil sämtliche Verwaltungsratsmitglieder gegenläufige Interessen verfolgen (Urteil des BGer 4A_717/2014 vom 29. Juni 2015; Urteil des BGer 4A_147/2015 vom 15. Juli 2015).
- Durchgriff: Die hinter der Gesellschaft stehenden Aktionäre müssen die Selbstständigkeit der Gesellschaft grundsätzlich respektieren. Andernfalls kann es in Ausnahmefällen zum gesellschaftsrechtlichen Durchgriff kommen. Erforderlich ist dafür (1) die wirtschaftliche Einheit von Gesellschaft und Person hinter der Gesellschaft; und (2) die missbräuchliche Berufung auf die Dualität zwecks Erzielung eines ungerechtfertigten Vorteils (BGE 137 III 550; Urteil des BGer vom 17. Mai 2013).

- **Aktienbuch:** Bei der Einberufung der GV darf sich der VR nur solange auf das Aktienbuch verlassen (Art. 686 Abs. 4 OR), als er nicht um die Mängel des Registers weiss oder wissen sollte. Dies kann etwa bei einem umstrittenen Aktientransfer der Fall sein. Im Ergebnis hat das Aktienbuch Legitimationsfunktion im Sinne einer widerlegbaren Vermutung (BGE 137 III 460).
- **Vertretung der AG:** Die zur Vertretung befugten Personen können im Namen der Gesellschaft alle Rechtshandlungen vornehmen, die der Zweck der Gesellschaft mit sich bringen kann (Art. 718a Abs. 1 OR). Damit erfasst der Umfang der Vertretungsmacht des VR alle Rechtsgeschäfte, die vom objektiv verstandenen Gesellschaftszweck nicht geradezu ausgeschlossen sind. Wenn ein VR-Mitglied von einem Interessenkonflikt betroffen ist, sind von seiner Vertretungsbefugnis nach dem mutmasslichen Willen der Gesellschaft stillschweigend jene Geschäfte ausgeschlossen, die sich als interessen- bzw. pflichtwidriges Vertreterhandeln erweisen. Eine stillschweigende Beschränkung der Vertretungsbefugnis kann dem gutgläubigen Dritten nicht entgegengehalten werden, es sei denn, er kannte sie oder sie war für ihn erkennbar (Urteil des BGer 4A_147/2014 vom 19. November 2014).
- **Organisationsmangel:** Wenn der einzige VR plötzlich stirbt und wichtige operative Entscheide anstehen, insbesondere die Freigabe von Lohnzahlungen, können die Arbeitnehmer Klage auf Einsetzung eines Sachwalters einreichen. Die erforderliche Dringlichkeit ist in solchen Fällen gegeben. Der Sachwalter kann bis zur Wiederbestellung des VR eingesetzt werden, auf Kosten der Gesellschaft (Urteil des HGer Zürich ZR 112/2013, S. 200 vom 18. Oktober 2012).
- **Doppelvertretung, Selbstkontrahieren:** Doppelvertretung und Selbstkontrahieren haben die Ungültigkeit des betreffenden Rechtsgeschäfts zur Folge, es sei denn, die Gefahr der Benachteiligung des Vertretenen ist nach der Natur des Geschäfts ausgeschlossen, oder der Vertretene hat den Vertreter zum Vertragsabschluss mit sich selbst ermächtigt oder das Geschäft nachträglich genehmigt. Jedes einzelne VR-Mitglied kann ein Insihgeschäft eines anderen VR-Mitglieds nachträglich genehmigen, sofern es dieses selbst ohne weiteres hätte abschliessen können (Urteil des BGer 4A_360/2012 vom 3. Dezember 2012).
- **Selbstkontrahieren:** Das unzulässige Selbstkontrahieren kann zur Verantwortlichkeit des VR-Mitglieds führen. Steht das VR-Mitglied in einem Interessenkonflikt, so liegt es an ihm, darzulegen, dass seine Vorgehensweise im konkreten Fall dennoch im Geschäftsinteresse lag und er seine Sorgfalts- und Treuepflicht nicht verletzte (Urteil des BGer 4A_127/2013 vom 22. Mai 2013).

Vertragsrechtliche Ausgestaltung

Verträge von VC-Transaktionen

Bei VC-Transaktionen sind der Aktionärsbindungsvertrag und der Beteiligungsvertrag (Investment Agreement) die wichtigsten Vereinbarungen. Der Aktionärsbindungsvertrag regelt die Beziehungen unter den Aktionären für die Zukunft. Er ist für das Gedeihen der PE-Gesellschaft von grosser Bedeutung. Der Beteiligungsvertrag betrifft vorwiegend die technische Abwicklung der Kapitalerhöhung bzw. Gründung. VC-Transaktionen können weitere Verträge umfassen, insbesondere Darlehensverträge, Mandatsverträge, Arbeitsverträge und Escrow-Verträge.

Im Juli 2012 publizierte die SECA eine Musterdokumentation für klassische VC-Investitionen. Diese Musterdokumentation soll die Verhandlungen und Dokumentation von VC-Transaktionen erleichtern und effizient ausgestalten. Sie unterliegt schweizerischem Recht und berücksichtigt zudem internationale Standards und Konzepte. Die Musterdokumentation umfasst im Wesentlichen folgende Vertragsdokumente: Aktionärsbindungsvertrag, Investment and Subscription Agreement und Term Sheet.

Beteiligungsvertrag

Wenn ein Investor originär Aktien der Gesellschaft erwirbt, kann dies auf unterschiedliche Weise im Rahmen der Gründung oder einer Kapitalerhöhung geschehen. Gegenwärtige Aktionäre müssen bei einer Kapitalerhöhung auf die Ausübung ihrer Bezugsrechte verzichten und diese auf den Investor übertragen. Dies geschieht mit qualifiziertem Mehr an der GV (Art. 704 Abs. 1 Ziff. 6 OR) oder durch vertragliche Verpflichtung der Aktionäre. Ein Beteiligungsvertrag regelt im Wesentlichen die Kapitalerhöhung bzw. Zeichnung der Aktien durch den Investor, den Vollzug der Kapitalerhöhung und die Gewährleistungen zugunsten des Investors.

Der Investor kann Aktien im Rahmen der Gesellschaftsgründung als Gründer erwerben, wobei der gesellschaftliche Gründungsakt auf einer vertraglichen Verpflichtung der Gründer in einem Beteiligungsvertrag beruhen kann. Im Beteiligungsvertrag verspricht der Investor, eine bestimmte Anzahl von Aktien zu zeichnen und zu liberieren. Bei der Gründung wird gegebenenfalls zudem versprochen, die Aktiengesellschaft zu gründen, die Statuten festzulegen und die Organe zu bestellen.

Der Investor kann weiter im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung mit den gegenwärtigen Aktionären der Gesellschaft einen Beteiligungsvertrag abschliessen. Bei der ordentlichen Kapitalerhöhung enthält der Beteiligungsvertrag neben dem Zeichnungsversprechen des Investors auch ein Versprechen der bisherigen Aktionäre, die Kapitalerhöhung im Rahmen einer GV zu beschliessen und dem Investor ihre Bezugsrechte zu verschaffen.

Der Investor kann schliesslich im Rahmen einer genehmigten Kapitalerhöhung mit der Gesellschaft (vertreten durch den VR) einen Beteiligungsvertrag abschliessen. Bei der genehmigten Kapitalerhöhung enthält der Beteiligungsvertrag neben dem Zeichnungsversprechen des Investors zusätzlich das Versprechen der Gesellschaft, dem Investor die entsprechenden Zeichnungsrechte nicht nur zu verschaffen, sondern seine Zeichnung auch zu akzeptieren (zum Ganzen ausführlich Frick, S. 249 ff.).

Muster-Beteiligungsvertrag

Es hat sich gezeigt, dass sich das Muster Investment and Subscription Agreement der SECA vor allem für grössere Finanzierungen durch Finanzinvestoren eignet, aber für Erstrundenfinanzierungen etwa in der Frühphase eines Technologieunternehmens zu komplex ist. Für solche Transaktionen empfiehlt es sich aus Kostengründen, eine gekürzte und vereinfachte Version des Mustervertrags SECA zu verwenden. Eine vereinfachte Vertragsversion rechtfertigt sich beim Beteiligungsvertrag auch deswegen, weil er lediglich einen technischen Gegenstand betrifft, nämlich die Abwicklung einer spezifischen Kapitalerhöhung oder der Gründung.

Ein solcher „*Beteiligungsvertrag light*“ kann im Vergleich zum Mustervertrag SECA erheblich einfacher ausgestaltet werden: Der Vertrag kann auf die zwingenden Bestimmungen reduziert werden. Der Zeichnungsschein kann direkt in den Vertrag integriert werden. Auch der Bezugsrechtsverzicht der bestehenden Aktionäre kann in den Vertrag aufge-

nommen werden; es braucht dafür kein zusätzliches Dokument. Weiter kann der Vertrag eine Vollmacht aller bestehenden Aktionäre an einen Vertreter enthalten, die ausserordentliche GV abzuhalten. Der Wortlaut der öffentlichen Urkunden und VR-Beschlüsse kann in einem Anhang zum Vertrag enthalten sein. Die Gewährleistungsbestimmungen können stark gekürzt werden, weil die Gesellschaft noch über keine geschäftliche Vergangenheit verfügt. Bereits eine (absolute) Bilanzgarantie dürfte die meisten Garantien auffangen. Die Gewährleistung kann durch die Gesellschaft einschliesslich Wissen (und Wissen müssen) des VR und der GL abgegeben werden. Im Aktionärsbindungsvertrag kann für den Verletzungsfall eine kompensierende Kapitalerhöhung zugunsten der Investoren (analog zum Verwässerungsschutz) vorgesehen werden. Die Haftungsbestimmungen im Verletzungsfall des Mustervertrags SECA (d.h. Bestimmungen betreffend Mindestschaden, Haftungsobergrenze und Verjährungsfristen) können beibehalten werden. Es kann schliesslich aus Kostengründen auf ein Schiedsgerichtsverfahren verzichtet oder allenfalls ein Fast-Track Verfahren nach Swiss Rules mit Einzelrichter vorgesehen werden (ausführlich zum Ganzen Wenger/Speck, S. 183 ff.).

Aktionärsbindungsvertrag

Weil bei Kapitalgesellschaften die Entscheide normalerweise die Zustimmung einer Kapitalmehrheit voraussetzen, ist es für einzelne Investoren (es sei denn, sie halten die Mehrheitsbeteiligung) nicht möglich, die Tätigkeiten einer Gesellschaft (alleine) zu bestimmen. Zudem sehen gesetzliche Bestimmungen zum Schutz von Minderheitsaktionären ein Vetorecht vor, sodass auch Mehrheitsaktionäre auf vertragliche Vereinbarungen mit anderen Aktionären angewiesen sind.

Vor diesem Hintergrund versuchen Investoren, mittels Aktionärsbindungsverträgen ihren Einfluss auf die Gesellschaft und deren Geschäftstätigkeit über die gesetzlich vorgesehenen Mitsprache- und Mitwirkungsrechte hinaus auszudehnen, indem sie mittels vertraglicher Vereinbarungen sicherzustellen versuchen, dass weder die anderen Aktionäre noch die Gesellschaft Entscheide treffen, mit denen der Investor nicht einverstanden ist. Für Investoren ist der Abschluss eines Aktionärsbindungsvertrags eine Voraussetzung dafür, dass sie sich überhaupt an einer VC-Finanzierung beteiligen.

In einer frühen Phase nach der Gründung der Gesellschaft ist die Kapitalstruktur noch einfach und

sind die Interessen der involvierten Parteien grundsätzlich noch gleichgerichtet. Aus dem Kreis der Aktionäre werden der VR und ein Geschäftsführer bestimmt. Zwischen den Aktionären wird ein einfacher Aktionärsbindungsvertrag abgeschlossen. Wenn neben den Gründern zudem Investoren an der Gesellschaft beteiligt sind, muss das Verhältnis zwischen den verschiedenen Aktionärskategorien geregelt werden, d.h. einerseits das Verhältnis zwischen den Gründeraktionären und den Investoren und andererseits das Verhältnis zwischen den verschiedenen Investoren. Der Aktionärsbindungsvertrag regelt das Rechtsverhältnis zwischen den Investoren und den Aktionären für die Dauer der Investition bis hin zum Exit. Dadurch wird die innergesellschaftliche Ordnung der grundsätzlich kapitalbezogenen Aktiengesellschaft mit personenbezogenen Elementen ergänzt, welche es dem Investor erst erlauben, die hohen PE-Finanzierungsrisiken einzugehen. Der Aktionärsbindungsvertrag dient dazu, die Corporate Governance der Gesellschaft zu gestalten. Weil Wachstumsunternehmen typischerweise über keine verwertbaren Aktiven verfügen und die Gründer oftmals nicht vermögend sind, ist es dem PE-Investor nicht möglich, die Finanzierungsrisiken mittels werthaltigen Real- oder Personalsicherheiten abzusichern. Stattdessen kann er versuchen, allfällige Verluste durch präventiv wirkende Verhaltensregeln und frühzeitige Einflussmöglichkeiten zu verhindern. Entsprechende Rechte lässt sich der PE-Investor im Aktionärsbindungsvertrag einräumen.

Aktionärsbindungsverträge regeln die Rechte und Pflichten im Zusammenhang mit der Aktionärsstellung. Deshalb muss mindestens eine der Vertragsparteien Aktionär, künftiger Aktionär oder an den Aktien dinglich berechtigt sein. Oftmals sind nicht sämtliche Aktionäre zugleich Partei des Aktionärsbindungsvertrags. Damit der Aktionärsbindungsvertrag seine Schutzwirkung durch Stimmbindungen entfalten kann, genügt es, wenn die eingebundenen Aktionäre gemeinsam so viele Stimmrechte auf sich vereinen, dass sie in der GV eine kontrollierende Mehrheit halten oder ihnen wenigstens eine Sperrminorität zukommt. Insbesondere sind die Mitarbeitenden, die ihre Aktionärsstellung über Mitarbeiterbeteiligungsprogramme erworben haben, oftmals nicht Partei des Aktionärsbindungsvertrags.

Die Aktiengesellschaft kann nicht Partei eines Aktionärsbindungsvertrags im engen Sinne sein. Dieser regelt nämlich die Ausübung von Aktionärsrechten. Die Aktiengesellschaft vertreten durch den VR kann nicht in den Willensbildungsprozess der GV der

Aktionäre eingreifen. Hingegen kann die Aktiengesellschaft Partei eines Aktionärsbindungsvertrags im weiten Sinne sein, der die Rechte und Pflichten im Zusammenhang mit den Aktien und der Aktionärsstellung regelt. Dabei kann die Aktiengesellschaft etwa hinsichtlich der von ihr selbst gehaltenen Aktien wie ein Aktionär vertragliche Verfügungsbeschränkungen eingehen. Die Aktiengesellschaft kann sich auch gegenüber den Investoren verpflichten, Informationen zur Verfügung zu stellen, die über die gesellschaftsrechtlichen Informationsrechte des Aktionärs hinausgehen.

Bei einem Aktionärsbindungsvertrag geht es im Wesentlichen um Corporate Governance, Übertragbarkeit von Aktien, finanzielle Vorrechte der Investoren und Exit:

Die *Corporate Governance* betrifft Regeln über die Führung des Unternehmens und den Ausgleich zwischen den Interessen verschiedener Aktionärgruppen (insbesondere Anspruch von Aktionärgruppe auf Vertretung im VR und Stimmbindungsvereinbarung, Vetorechte und besondere Quoren auf Stufe VR und GV, Informationsrechte).

Bei der *Übertragbarkeit von Aktien* geht es darum, das Aktionariat zu kontrollieren. Weder den Managementaktionären noch den Investoren ist es gleichgültig, wer Aktien am Unternehmen hält. Deshalb wird die Übertragung von Aktien auf verschiedene Weise eingeschränkt (z.B. Verkaufsverbot für Managementaktionäre, Vorhandrecht (*right of first offer*), Vorkaufsrecht (*right of first refusal*), Mitverkaufspflicht (*drag along*), Mitverkaufsrecht (*tag along*), Aktienübertragung beim Austritt von Managementaktionären über Put und Call Optionen mit Unterscheidung zwischen *good leaver* und *bad leaver*).

Die *finanziellen Vorrechte* der Investoren können den Verwässerungsschutz (d.h. Anti-Dilution-Klausel bei Down Round), die Vorzugsdividende sowie den Liquidations- bzw. Veräußerungsvorzug mit verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten betreffen. Während der Dividenden- und Liquidationsvorzug auch in die Statuten aufgenommen werden kann, kann der Veräußerungsvorzug nur im Aktionärsbindungsvertrag geregelt werden, weil die Gesellschaft davon nicht betroffen ist.

Beim *Exit* wird vereinbart, wann und auf welche Weise die Investoren die Möglichkeit haben sollen, den erwarteten Gewinn zu realisieren. Dabei können verschiedene Szenarien unterschieden werden (IPO,

Trade Sale, Secondary Sale, Company Buy-Back, Liquidation).

Parteien, denen Ansprüche aus einem Aktionärsbindungsvertrag zustehen, haben gegenüber den verpflichteten Aktionären einen Anspruch auf Realerfüllung. Der Anspruch auf Realerfüllung besteht aber nur gegenüber den Vertragsparteien; er kann weder der Gesellschaft noch anderen Dritten entgegengehalten werden. Beispielsweise sind Stimmen, die in Verletzung einer vertraglichen Stimmbindung abgegeben werden, oder Aktienübertragungen, die in Verletzung einer vertraglichen Übertragungsbeschränkung vorgenommen werden, gleichwohl rechtsgültig. Es ergibt sich, dass eine aus dem Aktionärsbindungsvertrag berechnete Person ihren Anspruch auf Realerfüllung rechtzeitig geltend machen muss, solange der verpflichtete Aktionär die Rechtsmacht hat, seine Vertragsleistung zu erbringen. Wurde die Stimme bereits vertragswidrig abgegeben oder die Aktien bereits vertragswidrig verkauft, bleibt der berechtigten Partei grundsätzlich lediglich noch, Schadenersatz geltend zu machen, der möglicherweise schwierig zu substantiieren ist (ausführlich zum Ganzen Frick, S. 265 ff; Trippe/Kull, S. 202 f. und 212 ff.; Wyss, Aktionärsbindungsvertrag, S. 514 ff.).

Neuere Rechtsprechung:

- **Qualifizierung Aktionärsbindungsvertrag:** Der Aktionärsbindungsvertrag ist als einfache Gesellschaft zu qualifizieren. Wenn eine Vertragspartei aufgrund der Vertragsverletzung durch eine andere Vertragspartei einen direkten Schaden erleidet, hat die verletzte Vertragspartei einen Schadenersatzanspruch gegen die verletzende Vertragspartei (Urteil des BGE vom 1. April 2011, 4A_65/2011).
- **Verletzung Aktionärsbindungsvertrag:** Ein Aktionärsbindungsvertrag bildet in der Regel eine einfache Gesellschaft, allenfalls ein Dauerschuldverhältnis. In beiden Fällen kann er aus wichtigen Gründen für die betroffenen Parteien teilweise unverbindlich oder ganz aufgelöst werden. Ein solcher Grund liegt vor, wenn eine Partei eine Jahresrechnung erstellt, die durch Scheingeschäfte manipuliert ist. Ein derartiges Vorgehen bewirkt einen irreparablen Vertrauensverlust, der für die betroffene Partei die Pflicht dahinfallen lässt, zwei von der Gegenpartei vorgeschlagene Verwaltungsräte zu wählen (Entscheid HGE Zürich vom 19. Oktober 2011).

Muster-Aktionärsbindungsvertrag

Der Muster-Aktionärsbindungsvertrag der SECA eignet sich vor allem für grössere Finanzierungen durch Finanzinvestoren in der späteren Unternehmensentwicklung. Er erscheint aber für Erstrundenfinanzierungen in der Frühphase eines Unternehmens als zu kompliziert und damit zu teuer. Es empfiehlt sich für solche Transaktionen aus Kostengründen, eine gekürzte und vereinfachte Version des Mustervertrags SECA zu verwenden.

Ein „*Aktionärsbindungsvertrag light*“ kann im Vergleich zum Mustervertrag SECA auf verschiedene Weise vereinfacht werden. Wie beim Beteiligungsvertrag kann man sich bei der Vertragsausgestaltung grundsätzlich auf die Bestimmungen mit zwingendem Inhalt konzentrieren und andere Bestimmungen mindestens teilweise weglassen. Allerdings sollte man bei der Kürzung des Aktionärsbindungsvertrags vorsichtiger als beim Beteiligungsvertrag vorgehen. Immerhin können verschiedene allgemeine Bestimmungen des Mustervertrags SECA auf der Stufe einer Erstfinanzierungsrunde gekürzt oder weglassen werden (z.B. Corporate Policies, allenfalls Organisationsreglement, IPO, Ausgabe und Übertragung von Aktien, Vertragsbeitritt und Vertragsentlassung, Vertraulichkeit, Schiedsgerichtsbarkeit).

Im Hinblick auf eine Vereinfachung des Mustervertrags SECA können folgende Hinweise in den Bereichen Corporate Governance, Übertragbarkeit von Aktien, finanzielle Vorrechte und Exit von Nutzen sein (ausführlich zum Ganzen siehe Wenger/Spec, S. 191 ff.):

Die *Corporate Governance-Regeln* müssen dynamisch ausgestaltet werden, damit sie bei veränderten Verhältnissen ohne weiteres angepasst und geändert werden können. Es kann vereinbart werden, dass Statuten und Organisationsreglement flexibel auszugestalten sind. Es kann im rechtlich zulässigen Rahmen vereinbart werden, dass der Aktionärsbindungsvertrag mit einer bestimmten Mehrheit geändert werden kann, sofern der nicht zustimmenden Minderheit keine einseitigen Pflichten auferlegt und alle Aktionäre gleichbehandelt werden. Auf das Anhängen eines Business Plans wird von Vorteil verzichtet. Die Hierarchie zwischen den Dokumenten sollte für den Konfliktfall spezifiziert werden (zwingendes Recht vor Aktionärsbindungsvertrag vor Statuten vor Organisationsreglement). Präsenz- und Stimm-Quoren sollten so geregelt werden, dass sie nicht zu Deadlocks führen können. Die Zuteilung von VR-Sitzen sollte nicht ad personam, sondern

allgemein an Aktionäre bzw. Aktionärsgruppen mit einer gewissen Minimalbeteiligung erfolgen. Die Regelung der Informationsrechte kann kurz gehalten werden, da die Informationsbeschaffung bei Erstrundenfinanzierungen für gewöhnlich kein Problem darstellt.

Die Bestimmungen betreffend *Übertragungsbeschränkung* sind bereits bei Erstrundenfinanzierungen von Bedeutung. Es sind die üblichen Kaufrechte etwa bei Tod oder Insolvenz sowie Mitverkaufsrechte (Tag-Along) und Mitverkaufspflichten (Drag-Along) zu vereinbaren. Bei einer allfälligen Regelung von Vorkaufsrechten ist die Bestimmung sorgfältig abzufassen, um einen künftigen Verkauf der Gesellschaft nicht zu verunmöglichen bzw. zu erschweren.

Die Bestimmungen betreffend *Vorrechte von Investoren* sind von erheblicher Bedeutung und müssen auch in einem vereinfachten Aktionärsbindungsvertrag enthalten sein, können dort aber stark gekürzt und vereinfacht werden. Dabei handelt es sich insbesondere um Bestimmungen über die Dividenden und den Liquidationserlös, die Zeichnung weiterer Aktien sowie den Verwässerungsschutz. Im Bereich des Verwässerungsschutzes ist eine Pay to Play-Musterklausel empfehlenswert, wonach Vorzugsaktionäre nur dann vom Verwässerungsschutz profitieren, wenn sie bei der neuen Finanzierungsrunde mitziehen. Im Bereich des Liquidations- und Verwässerungsschutzes werden Vorzugsaktien an Investoren ausgegeben, die gegenüber den Stammaktionären (Gründer oder Managementaktionäre) privilegiert sind. Sie können einen überproportionalen Anteil am Erlös einer Liquidation des Unternehmens (Liquidationsvorzug), am Erlös des Verkaufs des Unternehmens (Verwässerungsvorzug) oder an den ausgeschütteten Dividenden (Vorzugsdividende) erhalten.

Die Bestimmungen über den *Exit* werden auch im Fall eines vereinfachten Aktionärsbindungsvertrags zum Tragen kommen.

Mezzanine-Darlehensvertrag

Bei einem nachrangigen Darlehen schliesst der Investor mit der Gesellschaft einen Darlehensvertrag ab. Dabei verpflichtet sich der Investor, der Gesellschaft für eine bestimmte Zeit Kapital zu überlassen, und die Gesellschaft, die Kapitalsumme spätestens nach Ablauf der vereinbarten Dauer zurückzuzahlen. Des Weiteren enthalten solche Verträge verschiedene Nebenpflichten.

Darlehen, die im Rahmen einer PE-Finanzierung als Risikokapital gewährt werden, sind in der Regel Geldkredite in der Form von festen Vorschüssen. Der Geldkredit wird in bar oder als Buchgeld zur Verfügung gestellt. Die PE-Gesellschaft verpflichtet sich, die Kapitalsumme spätestens nach Ablauf der vereinbarten Dauer zurückzuzahlen. Um für den Investor einen Anreiz zu schaffen, das Verlustrisiko zu tragen, sind solche Darlehen in der Regel hochverzinslich und/oder mit einem „Equity Kicker“ (Wandel- oder Optionsrecht) verbunden, der berechtigt, Aktien der finanzierten Gesellschaft zu erwerben.

Darlehensverträge enthalten neben den genannten Hauptpflichten regelmässig vertragliche Zusicherungen („Representations“), Garantien („Warranties“) und Verhaltenspflichten („Covenants“). Sie enthalten Pflichten insbesondere in folgenden Bereichen: Informationsrechte, Verhaltens- und Leistungspflichten, Stimmbindung der Aktionäre zugunsten von Fremdkapitalgläubigern (ausführlich zum Ganzen Frick, S. 259 ff.).

Mandatsvertrag

In einem Mandatsvertrag (Verwaltungsrats-Bindungsvertrag) verpflichtet sich ein Mitglied des VR, seine Aufgaben nach den Weisungen oder im Interesse eines Dritten zu erfüllen. Weisungsberechtigt ist regelmässig der Aktionär bzw. PE-Investor, der vom entsandten Verwaltungsrat vertreten wird. Der PE-Investor kann seinen Einfluss über einen Mandatsvertrag im Verwaltungsrat ausbauen (siehe Entsandter Verwaltungsrat vorne).

Arbeitsvertrag

Arbeitsverträge zwischen der Gesellschaft und dem Geschäftsführer sowie wichtigen Mitarbeitenden enthalten insbesondere Bestimmungen, welche die Leistungsbereitschaft für das Unternehmen fördern. Sie enthalten Bestimmungen etwa in folgenden Bereichen: Vesting-Regelung, Leaver-Regelung, Konkurrenzverbot, Mitarbeiterbeteiligungsprogramme.

Escrow-Vertrag

Die Parteien eines Aktionärsbindungsvertrags können ihre Aktien bei einem Escrow-Agenten hinterlegen, um die Realerfüllung vertraglicher Verfügungsbeschränkungen, Kaufrechte oder Mitverkaufspflichten sicherzustellen.

Literaturverzeichnis

Bader Hermann Georg, Contingent Convertible, Wandelanleihe und Pflichtwandelanleihe im Aktienrecht, AG 2014, S. 472 ff.

Bloss Henning, Managementbeteiligungen bei Private-Equity Transaktionen – Zivil- und steuerliche Aspekte – GmbHR 2016, S. 104 ff.

Frey Martin/Leis Timo, Offenlegungspflichten nach GAFI und Private Equity – Wie, wer, was oder die Quadratur des Kreises, in: Private Equity V, Fundraising, Investition, Realisation, Reinvestition – Aktuelle Entwicklungen und Herausforderungen im Ökosystem Private Equity, Reihe Europainstitut der Universität Zürich, Hrg. Dieter Gericke, Zürich 2016, S. 183 ff.

Frick Jürg, Private Equity im Schweizer Recht, Dissertation publiziert in Schweizerische Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Bad 272, Zürich 2008.

Frick Jürg, Umsetzung der AIFM-Drittstaatenregelung in der Schweiz, Private Equity III, Struktur und Regulierung von Private Equity-Fonds und -Fondsmanagern im Lichte des revidierten KAG und der AIFM-RL, Reihe Europainstitut der Universität Zürich, Hrg. Dieter Gericke, Zürich, 2013, S. 77 ff. (zit. Frick, AIFM).

Frick Jürg/Heuberger Reto, Organisation von Schweizer PE-Managern aus aufsichts- und steuerrechtlicher Sicht, in: Private Equity IV, Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder, Hrg. Dieter Gericke, Zürich 2014, S. 21 ff.

Gericke Dieter, Entsandter Verwaltungsrat - Entsendender Fonds – Portfoliogesellschaft: Eine rechtliche Analyse des „Ménage à Trois“, in: Private Equity IV, Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder, Reihe Europainstitut der Universität Zürich, Hrg. Dieter Gericke, Zürich 2014, S. 125 ff.

Philippin Edgar/Loepfe Nicolas, Zusicherungen und Garantien zugunsten von Investoren im Rahmen einer Finanzierungsrunde, Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht, 3/2016, S. 295 ff.

Söding Judith Verena, Private Equity Minority Investments, Sharing Control in Closely Held Private Family Firms, Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 306, Dissertation, Mai 2011.

Trippel Michael/Kull Nadja Jaisli, Das Investment in der Krise – Sind Aktionärsbindungsverträge Schönwetterverträge? in: Private Equity IV, Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder, Reihe Europainstitut der Universität Zürich, Hrg. Dieter Gericke, Zürich 2014, S. 201 ff.

Von der Crone Hans Caspar/Projer Kaspar, Privatplatzierung, Crowdfunding, OTC-Handel – Eine rechtliche Analyse alternativer Wege, in: Private Equity V, Fundraising, Investition, Realisation, Reinvestition – Aktuelle Entwicklungen und Herausforderungen im Ökosystem Private Equity, Reihe Europainstitut der Universität Zürich, Hrg. Dieter Gericke, Zürich 2016, S. 23 ff.

Wenger Christian/Honold Pascal, Legal Due Diligence in Venture Capital-Transaktionen, in: Private Equity V, Fundraising, Investition, Realisation, Reinvestition – Aktuelle Entwicklungen und Herausforderungen im

Ökosystem Private Equity, Reihe Europainstitut der Universität Zürich, Hrg. Dieter Gericke, Zürich 2016, S. 141 ff.

Wenger Christian/Speck Beat, Musterverträge SECA light – eine Diskussionsgrundlage, in: Private Equity IV, Entwicklungen, Themen und Spannungsfelder, Reihe Europainstitut der Universität Zürich, Hrg. Dieter Gericke, Zürich 2014, S. 173 ff.

Wyss Alexander, Finanzierung von Jungunternehmen, Der Beteiligungsvertrag (1. Teil), in: Schweizer Treuhänder 6-7/06, S. 423 ff.

Wyss Alexander, Finanzierung von Jungunternehmen, Der Aktionärsbindungsvertrag (2. Teil), in: Schweizer Treuhänder 8/06, S. 514 ff.

Abkürzungen

AG	Aktiengesellschaft
AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFM-Richtlinie	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwaltung alternativer Investmentfonds
BankG	Bankengesetz von 1934
BankV	Bankenverordnung von 1972
BEHG	Börsengesetz von 1995
BEHV	Börsenverordnung von 1996
BGE	Bundesgerichtsentscheid
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterbliebenen- und Invalidenvorsorge von 1982
BVGE	Bundesverwaltungsgerichtsentscheid
BVV2	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge von 1984
ESTV	Eidgenössische Steuerverwaltung
FIDLEG	Finanzdienstleistungsgesetzes (Entwurf 2014)
FinfraG	Finanzmarktinfrastukturgesetz von 2015
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINMA-RS	FINMA-Rundschreiben
GL	Geschäftsleitung
GV	Generalversammlung
GwG	Bundesgesetz über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorfinanzierung im Finanzsektor von 1997
KAG	Kollektivanlagegesetz von 2006
KKV	Kollektivanlageverordnung von 2006
KGK	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen
OGAW-Richtlinie	Richtlinie 85/611/EWG vom 20. Dezember 1985 zur Koordination der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)
OR	Schweizerisches Obligationenrecht
OTC	Over the counter
PE	Private Equity
RS	Rundschreiben

SECA	Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
SST	Swiss Solvency Test
VC	Venture Capital
VStG	Verrechnungssteuergesetz von 1965
VR	Verwaltungsrat
VwVG	Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren von 1968

Auf www.ruossvoegele.ch verfügbare Bulletins und Broschüren in PDF-Form

- 2016**
- Wirklichkeitsnahes Rechtsverständnis und Management von Rechtsrisiken
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Produktionsstandort Schweiz
SWISS MADE – Was gilt für industrielle Produkte?
Chasper Kamer, LL.M.
- 2015**
- Aufsichtsrechtliche Optimierung durch privatrechtliche Strukturierung (Beispiel Geldwäschereibekämpfung)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Neue Meldepflichten beim Erwerb von Aktien
Dr. Franziska Buob
 - Cloud Computing Hinweise zur Vertragsgestaltung
Chasper Kamer Rechtsanwalt, LL.M.
 - Multifunktionale Rückversicherung nach Schweizer Recht
Dr. Alois Rimle, LL.M.
- 2014**
- Private Equity in der Schweiz: Rechtlicher Grundriss und neuere Rechtsprechung bis 2014
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Mehr Schutz für Versicherungsnehmer am Point of Sale (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Praktische Hinweise zum Umgang mit der schweizerischen Finanzmarktaufsicht (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Arbeitszeit und deren Erfassung
Bigna Grauer
 - Regelung des Datenschutzes im multinationalen Konzern (eine Übersicht) (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
- 2013**
- Wettbewerbsabreden und Marktbeherrschung unter besonderer Berücksichtigung des schweizerischen Versicherungsmarktes (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Geschäftsraumiete
Chasper Kamer, LL. M.
 - Aufsichtsrechtliche Optimierung in der unabhängigen Vermögensverwaltung (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Verantwortlichkeit und Haftung des Verwaltungsrats (eine Übersicht) (RVP)
 - Umstrukturierungen im Versicherungskonzern (eine Übersicht)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Der Vorsorgeauftrag – Delegieren Sie Ihre Sorge(n)
Bigna Grauer
- 2012**
- Entwicklungen im Unternehmens- Datenschutzrecht der Schweiz und der EU im Jahr 2011
Dr. Alois Rimle, LL.M.
- 2011**
- Geplante Änderungen im schweizerischen Versicherungsvertragsrecht in Kürze (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Entwicklungen im schweizerischen Versicherungsrecht 2011/1 (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Entwicklungen im schweizerischen Transaktionsrecht 2011/1 (RVP)
 - Vermeidung der Regulierung von Private Equity-Investitionen in der Schweiz (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.; Alfred Gilgen, LL.M., N.Y. BAR
 - Durchsetzung von Geldforderungen nach der neuen ZPO
Dr. Alois Rimle, LL.M.
- 2010**
- Der Aktionärsbindungsvertrag
Chasper Kamer, LL.M.
 - Regulierte Vertragsverhältnisse im schweizerischen Versicherungsgeschäft (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Entwicklungen im schweizerischen Transaktionsrecht 2010/1 (Deutsch und Englisch) (RVP)
- Entwicklungen im Unternehmens-Datenschutzrecht der Schweiz und der EU 1/2010
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Entwicklungen im schweizerischen Banken- und Kapitalmarktrecht 2010/1 (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Entwicklungen im schweizerischen Versicherungsrecht 2010/1 (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Rechtliche Rahmenbedingungen der Unternehmenssanierung (RVP)
- 2009**
- Entwicklungen im schweizerischen Transaktionsrecht 2009/2 (Deutsch und Englisch) (RVP)
 - Überstunden und Überzeit
Dr. Franziska Buob
 - Entwicklungen im schweizerischen Versicherungs-, Banken- und Kapitalmarktrecht 2009/2 (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Entwicklungen im Datenschutzrecht für Unternehmen in der Schweiz und der EU 2009/2
 - Unternehmensleitung in Krisenzeiten
Worauf es zu achten gilt
Dr. Franziska Buob
 - Entwicklungen im schweizerischen Versicherungs-, Banken- und Kapitalmarktrecht 2009/1 (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Entwicklungen im Datenschutzrecht für Unternehmen in der Schweiz und der EU 2009/1 (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Entwicklungen im schweizerischen Transaktionsrecht 2009/1 (RVP)
- 2008**
- Revision des Revisionsrechtes: Eine Übersicht über die wichtigsten Neuerungen
Sara Sager
 - Entwicklung im schweizerischen Versicherungs-, Banken- und Kapitalmarktrecht 2008/2 (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Vom Prozessieren
Dr. Franziska Buob
 - Liegenschaften im Erbgang: Häufige Tücken und Fallen (Teil I: Nachlassplanung)
Pio R. Ruoss
 - Outsourcing
Dr. Marc M. Strolz
 - IP IT Outsourcing
Pascale Gola, LL.M.
 - Entwicklung im schweizerischen Versicherungs-, Banken- und Kapitalmarktrecht 2008/1 (Deutsch und Englisch)
Dr. Alois Rimle, LL.M.
- 2007**
- Aktuelles aus dem Bereich des Immaterialgüter- und Firmenrechts
Dr. Martina Altenpohl
 - Die „kleine Aktienrechtsreform“ und Neuerungen im Recht der GmbH
Chasper Kamer, LL.M.
 - Swiss Insurance Law Update 2007/1
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Privatbestechung (Art. 4a UWG)
Dr. Reto T. Ruoss
 - Neue Phase der Freizügigkeit für EU/EFTA-Bürger, deren Familienangehörige und Erbringer von Dienstleistungen in der Schweiz
Alfred Gilgen, LL.M.
 - Revidiertes Datenschutzrecht für Unternehmen in der Schweiz
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Aktuelles aus dem Bereich des Wettbewerbs- und Immaterialgüterrechts
Chasper Kamer, LL.M.
 - Actions Required under New Swiss Collective Investment Schemes Act
Dr. Alois Rimle, LL.M.
- 2006**
- Dokumenten- und Datenaufbewahrung im schweizerischen Unternehmen
Dr. Alois Rimle, LL.M.
 - Schweizerische Versicherungs- und Vermittleraufsicht
Dr. Alois Rimle, LL.M.