

quity

Recht • Steuern

von

*r*

Ulysses -v. Salis-Lütolf

Dr. iur., Rechtsanwalt, LL.M.

# Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	IX
Literaturverzeichnis	XXXV
Abkürzungsverzeichnis	IL
<b>Einleitung und Überblick</b>	<b>1</b>
<b>Struktur und Aufbau dieses Buchs</b>	<b>3</b>
<b>Teil I: Einführung</b>	<b>5</b>
<b>§ 1 Grundprobleme der Finanzierungen aus finanztheoretischer Sicht</b>	<b>7</b>
I. Zusammenfassung	7
II. Principal-Agent Theorie	-7
III. Asymmetrische Information	9
1. Arten von Informationsasymmetrien	9
1.1 Qualitätsunsicherheit («hidden characteristics»)	9
1.2 Hold-up («hidden intention»)	9
1.3 Moral Hazard («hidden action»)	10
2. Adverse Selection	11
3. Reduktion von Informationsasymmetrien	11
<b>§ 2 Besonderheiten von Private Equity-Finanzierungen</b>	<b>13</b>
I. Zusammenfassung	13
II. Einleitung	14
III. Private Equity und Venture Capital	15
IV. Zielgesellschaften	16
1. Einleitung	16
2. Unsicherheit	17
3. Natur der Aktiven	17
4. Marktbedingungen	18
V. Interessen und Interessenkonflikte der Parteien	18
1. Bewertung der Gesellschaft	19
2. Wertschöpfungsquellen	19
3. Lock-in	21
4. Opportunitätskosten	22
5. Abbruch des Projekts	23
VI. Agency-Kosten	25

VII.	Investoren in Private.Equity / Venture Capital	•	26
1.	Zielsetzungen		27
2.	Leistungen	'	27
VIII.	Kostenfaktoren für Investoren	•	28
1.	Hohe Misserfolgsrate		28
2.	Hohe Transaktionskosten	<	29
3.	Geringe Diversifizierungsmöglichkeiten		29
4.	Illiquidität	'	29
<b>§ 3</b>	<b>Funktion der Finanzierungsverträge</b>		<b>30</b>
I.	Zusammenfassung		30
II.	Regelung finanzieller Konditionen und Reduktion von Agency-Kosten		30
III.	Private Equity-Finanzierungen im Feld der Finanzierungsmöglichkeiten		31
IV.	- Private Equity-Finanzierungen: Hohes Risiko und keine Mehrheitsbeteiligung		32
V.	Grenzen der Wirksamkeit von Finanzierungsverträgen		34
VI.	Funktion der Investoren	.	34
1.	Finanzintermediär		34
2.	Netzwerk	, ,	35
<b>Teil 2:</b>	<b>Rechtlicher Rahmen</b>		<b>37</b>
<b>§ 4</b>	<b>Transaktions-Struktur</b>		<b>39</b>
I.	Ablauf, Vereinbarungen und rechtliche Dokumente		39
1.	Zusammenfassung		39
2.	Anfangsphase		40
2.1	Geheimhaltung		40
a)	Berechtigte		40
b)	Verpflichteter		40
c)	Inhalt		40
d)	Wirkung		41
e)	Privatrecht		41
2.2	Exklusivverhandlung	recht	42
a)	Berechtigter		42
b)	Verpflichteter		42
e)	Inhalt		42
d)	Wirkung		42
e)	Privatrecht		43
2,3	Kostenteilung		43
2.4	Break-up Fee		44
a)	Berechtigter		44
b)	Verpflichteter		44

c)	Inhalt	45
d)	Wirkung	45
e)	Privatrecht	45
3.	Materielle Verhandlungen: Term Sheet	46
3.1	Inhalt: Verhandlung	46
3.2	Rechtsnatur: Unverbindlichkeit	47
3.3	Funktion: Fahrplan für Ausarbeitung der Verträge	48
3.4	Rechtsfolgen bei Scheitern der Vertragsverhandlungen nach Unterzeichnen des Term Sheet	48
4.	Due Dilligence	48
5.	Formelle Verhandlungen, Abschluss der Hauptverträge	49
5.1	Beteiligungsvertrag und Aktionärbindungsvertrag (Eigenkapital)	49
a)	Vertragsparteien	49
b)	Beteiligungsvertrag («Stock Purchase Agreement», «Subscription Agreement»)	49
c)	Aktionärbindungsvertrag («Shareholders Agreement»)	52
5.2	Darlehensvertrag (Fremdkapital)	52-
6.	Weitere Dokumente	53
6.1	Statuten	53
6.2	Organisationsreglement	53
II.	Privatrechtliche Gestaltungsebenen	54
1.	Zusammenfassung	54
2.	Regelungsforen bei Fremd-und Eigenkapitalinvestitionen	55
2.1	Regelungsforen	56
a)	Eigenkapital	56
b)	Fremdkapital	57
2.2	Unterschiede auf der Zeitachse	57
3.	Vertrag	57
3.1	Voraussetzungen zur verbindlichen Vereinbarung	57
a)	Materielle Voraussetzungen	57
b)	Formelle Voraussetzungen	58
c)	Rechtliche Wirkung	58
3.2.	Aktionärbindungsverträge im Besonderen	58
a)	Begriff	58
b)	Rechtliche Wirkung	58
aa)	Nur für Vertragsparteien und nicht für Dritte	58
bb)	Grundsätzlich nicht für Gesellschaft	59
c)	Verhältnis zum Aktienrecht und inhaltliche Schränken	60
aa)	Direkter Interessenschutz	61

bb)	Funktionsschutz	• •	61
d)	Dauer		62
aa)	Im Allgemeinen	'	62'
bb)	Buy-or-Put-Option mit Prolöngationsklausel		63
e)	Durchsetzung		64
f)	Rechtliche Qualifikation		65
4.	Statuten		'65
4.1	Unterschiede zu Aktionärbindungsverträgen		65
4.2	Voraussetzungen zur verbindlichen Vereinbarung	'	66
a)	Materielle Voraussetzungen		66
aa)	Mehrheitsbeschluss		66
bb)	Materielle Schranken:		
	Gesellschaftsrechtliche Anfechtbarkeit oder '		
	I i' Nichtigkeit		66
b)	Formelle Voraussetzungen.		66
c)	Rechtliche Wirkung		67
III.	Stufenweise Finanzierung		67
1.	Zusammenfassung	.	67
2.	Grundsatz	.	68
3.	Mehrere Finanzierungsrunden	.	69
3.1	Ausgestaltung	• .	69
3.2	Abbau von Informationsasymmetrien und Entscheidungsrecht		69
a)	Anreize zur Information		69
b)	Abbruchmöglichkeit des Investors		70
3.3	Leistungsanreize		71
a)	Anreiz, Ziele zu erreichen		71
b)	Anreiz, Kapital optimal zu verwenden		71
3.4	Kosten		71
3.5	Funktion		71
4.	Aufteilung einzelner Finanzierungsrunden in mehrere Stufen (Meilensteine)		72
4.1	Inhalt		72
4.2	Funktion	.	73
a)	Anreize zur Information, Abbruchmöglichkeit des Investors, Anreiz, Ziele zu erreichen, und Anreiz, Kapital optimal zu verwenden		73
b)	Anreiz, Prognosen nicht zu übertreiben	.	74
4.3	Abgrenzung zu nichtvertraglichen Konsequenzen		74
4.4	Privatrecht	•	74
a)	Meilensteinfinanzierung bei Eigenkapital		74
aa)	Volle Liberierung plus Kapitalzuschüsse		74

bb)	Stufenweise Liberierung	75
cc)	Call-Optionen	75
dd)	Mehrere Kapitalerhöhungen	76
b)	Meilensteinfinanzierung bei Fremdkapital	76
5.	Verknüpfung einzelner Finanzierungsrunden, Entscheid über Wahl weiterer Investoren	76
5.1	Interessenlage, Entscheidungsfaktoren	76
a)	Bereits getätigte Aufwendungen des Investors («sunk costs»)	76
b)	Bedeutung der Identität der hinzukommenden Investoren	77
5.2	Privatrecht	77
6.	Beteiligung mehrerer Investoren	78
6.1	Syndication	78
6.2	Abbau von Informationsasymmetrien und Signalwirkung der Beteiligung für die Investoren der vorangehenden Finanzierungsrunde	79
§5	<b>Steuerrechtliche Grundlagen</b>	81
I.	Steuererleichterungen für Risikokapital	81
1.	Zusammenfassung	81
2.	Überblick	82
3.	Risikokapitalgesellschaften	82
3.1	Voraussetzungen	82
3.2	Steuerbefreiung von der eidgenössischen Emissionsabgabe	84
3.3	Steuererleichterung durch Beteiligungsabzug	84
4.	Nachträgliche Darlehen aus Privatvermögen	85
4.1	Voraussetzungen	85
4.2	Investitionsabzug	87
II.	Beteiligungsabzug bei Kapitalgesellschaften und Genossenschaften	87
1.	Zusammenfassung	87
2.	Bundessteuern	88
2.1	Voraussetzungen	88
a)	Bei Beteiligungserträgen	88
b)	Bei Kapitalgewinn	88
c)	Weitere, gemeinsame Merkmale	89
2.2	Umfang	89
3.	Kantonale Steuern	90
III.	Steuern am Anfang des Investitionszeitraums: Kapitaleinbringung	90
1.	Eigenkapital	90

1.1	Emissionsabgabe	90
1.2	Gewinnsteuern auf Ebene Zielgesellschaft	91
2.	Fremdkapital	91
IV.	Steuern während des Investitionszeitraums: Kapital- und Vermögenssteuer	91
V.	Steuern auf laufenden Renditezahlungen	92
1.	Eigenkapital: Doppelte Belastung bei Dividenden	92
1.1	Ebene der Zielgesellschaft.	92
1.2	Ebene der Investoren	92
• a)	Grundsatz	92
b)	Ausnahmen	92
2.	Fremdkapital: Zinsen als Aufwand bzw. als Einkommen / Gewinn	93
2.1	Ebene der Zielgesellschaft	93
2.2	Ebene der Investoren	93
a)	Grundsatz	93
b)	Ausnahme für nachrangige Darlehen aus Privatvermögen natürlicher Personen	93
VI.	Steuern auf Gewinnbeteiligung am Ende des Investitionszeitraums	94
1.	Zusammenfassung	94
2.	Eigenkapital	94
2.1	Investition aus Privatvermögen natürlicher Personen	94
a)	Grundsatz	94
b)	Ausnahme bei direkter oder indirekter Teilliquidation	94
2.2	Investition aus Geschäftsvermögen natürlicher Personen	95
a)	Selbständige Erwerbstätigkeit	95
b)	Geschäftsvermögen	97
c)	Gewillkürtes / Optiertes Geschäftsvermögen	97
d)	Investoren in Private Equity	97
2.3	Investition juristischer Personen	98
a)	Grundsatz	98
b)	Ausnahmen bei Bundessteuern	98
aa)	Risikokapitalgesellschaften	98
bb)	Beteiligungsabzug für Kapitalgesellschaften und Genossenschaften	98
c)	Kantonale Steuern	98
3.	Fremdkapital	99
4.	Steuern bei Rückzahlung der Investitionssumme	99
VII.	Verrechnungssteuer	100

VIII.	Abgrenzung von Eigen-und Fremdkapital	i	•	100
1.	Zusammenfassung'	'		100
2.	Privatrechtliche Qualifikation von Eigen- und Fremdkapital		.	101
3.	Steuerrechtliche Qualifikation von Eigen- und Fremdkapital			101
3.1	Normalfall			101
3.2	Ausnahme: Verdeckte Gewinnausschüttung			101
a)	Darlehen eines Aktionärs oder einer nahestehenden Person			102
b)	Fehlende geschäftsmässige Rechtfertigung der Höhe des Zinses			102
c)	Erkennbarkeit			103
d)	Folgen	'		103
3.3	Ausnahme: Verdecktes Eigenkapital			103
a)	Allgemeine Voraussetzungen		.	104
aa)	Kreis der Kreditgeber		.	104
bb)	Kapitalisierung		•	104
cc)	Drittvergleich		,	104
b)	Fremdkapital, dem wirtschaftlich die Bedeutung von Eigenkapital zukommt			105

### **Teil 3: Finanzielle Vertragsklauseln**

<b>§ 6</b>	<b>Funktionen von Vertragsklauseln</b>			109
I.	Reduktion von Informationsasymmetrien			109
1.-	Anreize für Managementaktionäre zur Reduktion von Informationsasymmetrien			109
2.	Signale an Investor durch Risikoübertragung vom Investor auf Managementaktionäre			109
3.	Signale an weitere Investoren	.	-	110
II.	Weitere Funktionen betreffend Informationen			111
1.	Verhindern des Ausnutzens des Aufwands des Investors durch Dritte			111
2.	Schutz der Informationen vor Dritten	.		111
III.	Leistungsanreize für die Managementaktionäre			112
i IV.	Mangelnde Liquidität der Investition/Lock-in			112
V.	Mitwirkung		.	113
1.	Direkte Kontrolle	.		113
2.	Indirekte Mitwirkung, insbesondere Entscheid über Abbruch des Projekts			114
2.1	Bei Fremdkapital			114
2.2	Bei Eigenkapital	.	•	114
VI.	Unsicherheiten in der Bewertung			114



VII. . Liquidität/Cash-Flow der Gesellschaft	114
1. Frühe Zahlungen	115
2. Späte Zahlungen	115
VIII. Gewinnverteilung	115
1. Erfolgsabhängigkeit	116
2. Limitierung	116
<b>§7 Verteilung des Risikos</b>	<b>117</b>
I. Grundeinteilung der Investitionen nach Risiko, Risikokapital	117
1. Zusammenfassung	117
2. Einleitung	<b>118</b>
3. Darlehen mit Sicherheiten,(Fremdkapital)	120
3.1 Verpflichtete	120
3.2 Berechtigter	120
3.3 Inhalt ;	120
" 3.4 Funktion "	121
3.5 Privatrecht	<b>121</b>
3.6 Rechnungslegung	122
3.7 Steuerrecht	122
4'. Ordentliche Darlehen (Fremdkapital)	122
4.1 Inhalt	122
a) Allgemein	122
b) Bedingungen, Befristungen und Verhaltenspflichten («Covehants»)	122
aa) ' Bedingungen und Befristungen	123
: ' bb) Verhaltenspflichten	123
i) Zweckbindung für Darlehensbetrag	124
ii) Negativklausel («Negative Pledge»)	125
iii) Gleichbehandlungsklausel	125
4.2 Rechnungslegung	125
4.3 Steuerrecht	125
5. Darlehen mit Rangrücktritt (Fremdkapital)	126
5.1 Verpflichteter	126
5.2 Berechtigte'	126
5.3 Inhalt	126
5.4 Funktion	127
5.5 Privatrecht	127
5.6 Rechnungslegung	128
5.7 • Steuerrecht	129
6. Vorzugsaktien (Eigenkapital)	129
6.1 Verpflichteter	129
6.2 Berechtigter	129
6.3 Inhalt im Allgemeinen	130

6.4	Liquidationsvorzug im Besonderen	131
a)	Inhalt	131
b)	Funktion	131
6.5	Dividendenvorzug	133
6.6	Bezugsrechtsvorzug	133
6.7	Privatrecht	133
a)	Statutarischer Liquidationsvorzug	134
b)	Statutarischer Dividendenvorzug	135
c)	Vertragliche Vereinbarungen	135
6.8	Rechnungslegung	136
6.9	Steuerrecht	136
7.	Partizipationsscheine (Eigenkapital)	136
7.1	Inhalt	136
7.2	Funktion	136
8.	Aktien (Eigenkapital)	136
9.	Forderungsverzicht und Nachschusspflicht	137
9.1	Forderungsverzicht	137
a)	Inhalt	137
b)	Privatrecht	137
c)	Steuerrecht	138
9.2	Zahlungspflicht im Liquidationsfall, Nachschusspflicht	139
II.	Änderungen der Rangordnung	140
•	1. Zusammenfassung	140
	2. Verschlechterung des Rangs	141
	3. Verbesserung des Rangs	141
	4. Automatische Umwandlung von Vorzugs- in Stammaktien	142
	4.1 Inhalt	142
	4.2 Funktion	143
	4.3 Privatrecht	143
	5. Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital	144
	5.1 Durch Kapitalerhöhung mit Verrechnungsliberierung	144
	a) Werthaltigkeit	145
	b). Quorum und Zeitpunkt der Entstehung	146
	5.2 Von Rechts wegen (Kapitalersetzende Darlehen)	147
	6. Entscheidungsmacht durch Umwandlung einer Investition in Risikokapital	148
III.	Risikobezug: Liquidationswert und Ertragswert	148
§8	<b>Renditezahlungen und Kapitalrückzahlungen</b>	150
I.	Unterscheidungskriterien	150
	1. Einleitung	150
	2. Renditezahlungen und Kapitalrückzahlungen	151
	2.1 Unterschiede	151

2.2	Rechtliche Qualifikation	•	152
3.	Zahlende Person	•	152
4.	Arten	,	153
II.	Laufende Renditezahlungen bei Fremdkapital		153
1.	Zusammenfassung	.	153
2.	Im voraus festgesetzte Zinsen auf Fremdkapital		153
2.1	Berechtigter		154
2.2	Verpflichteter	•	154
2.3	Inhalt	,	154
2.4	Funktion		154
2.5	Privatrecht	•	155
a)	Hohe Zinsen («High Yield Bonds»)		155
b)	Tiefe Zinsen	.	156
c)	Einmalverzinsliche Darlehen		156
2.6	Rechnungslegung		156
a)	Allgemein	•	156
b)	Zu hohe (oder zu tiefe) Zinsen		157
c) <sup>1</sup>	Einmalverzinsliche Darlehen	.	157
2.7	Steuerrecht	.	157
a)	Allgemein		157
b)	Zu hohe oder zu tiefe Zinsen	,	158
c)	Einmalverzinsliche Darlehen	•	158
3.	Erfolgsabhängige Zinsen auf Fremdkapital, partiarische Darlehen		158
•	3.1 Berechtigter	.	158
	3.2 Verpflichtete	•	159
	3.3 Inhalt	*	159
	3.4 Funktion		159
	3.5 Privatrecht	•	160
	3.6 Steuerrecht	.	160
III.	Laufende Renditezahlungen bei Eigenkapital	.	161
1.	Zusammenfassung		161
2.	(Erfolgsabhängige) Ordentliche Dividenden auf Eigenkapital		162
•	2.1 Berechtigter		162
	2.2 Verpflichteter	•	162
	2.3 Inhalt		162
	2.4 Funktion		163
	2.5 Privatrecht	,	163
	2.6 Steuerrecht	,	165
3.	Vorzugsdividenden auf Eigenkapital		165
3.1	Verpflichteter	-	165

3.2	Berechtigter	165
3.3	Inhalt	165
3.4	Funktion	166
3.5	Privatrecht	167
3.6	Steuerrecht	167
4.	Statutenbestimmungen und Vereinbarungen über Dividenden	168
4.1	Ausschluss von Dividenden/Pflicht zur Bildung von Mindest-Reserven	168
a)	Berechtigter	168
b)	Verpflichteter	168
c)	Inhalt	168
d)	Funktion	169
e)	Privatrecht	169
4.2	Minimale Dividenden, Dividendengarantie, Auszahlung von erzielten Gewinnen	170
a)	Garantien für Dividenden	170
b)	Auszahlung von erzielten Gewinnen als Dividenden	171
aa)	Berechtigter	171
bb)	Verpflichteter	171
cc)	Inhalt	171
dd)	Funktion	172
ee)	Privatrecht	172
4.3	Quorum und zusätzliche materielle Voraussetzungen	172
^5.	Liberierung von Aktien oder Nennwerterhöhungen aus Gesellschaftsmitteln («Stockdividenden», Gratisaktien)	173
5.1	Inhalt	173
5.2	Funktion	173
5.3	Privatrecht	174
5.4	Rechnungslegung	174
5.5	Steuerrecht	174
a)	Auf Seiten des Investors	174
b)	Auf Seiten der Gesellschaft	175
IV.	Zahlungen bei Veräußerung oder Liquidation der Zielgesellschaft	175
1.	Zusammenfassung	175
2.	Vorzugsaktien mit Liquidationsvorzug (Eigenkapital)	176
2.1	Allgemein	176
2.2	Steuerrecht	176
3.	«Vorzugsaktien» mit Veräußerungsvorzug (Eigenkapital)	177
3.1	Berechtigter,	177

3.2	Verpflichteter	177
3.3	Inhalt	177
3.4	Funktion	179
3.5	Privatrecht	181
3.6	Steuerrecht	183
4.	Einmalige Gewinnzahlung («back endedfee») (Fremdkapital)	183
4.1	Berechtigter	183
4.2	Verpflichteter	183
4.3	Inhalt	183
4.4	Funktion	184
4.5	Privatrecht	185
4.6	Steuerrecht	185
5.	«Veräußerungsvorzug» für Fremdkapitalgeber	185
5.1	Berechtigter	185
5.2	Verpflichteter	185
5.3	Inhalt	185
5.4	Funktion	186
5.5	Privatrecht	186
5.6	Steuerrecht	187
V.	Beteiligungsquote an Nettoüberschüssen	187
1.	Zusammenfassung	187
2.	Allgemeines	188
2.1	Beteiligungsquoten in Kombination mit Fremdkapital	188
2.2	Beteiligungsquoten an Nettoüberschüssen in Kombination mit Eigenkapital	188
3.	Vorzugsaktien mit Bezugsrechtsvorzug (Eigenkapital)	189
4.	Bezugsoption (bei Eigen-und Fremdkapital)	189
4.1	Berechtigter	189
4.2	Verpflichteter	190
4.3	Inhalt	190
4.4	Funktion	191
4.5	Privatrecht	192
4.6	Rechnungslegung	193
4.7	Steuerrecht	193
5.	Wandeldarlehen (F. remdkapital)	194
5.1	Berechtigter	194
5.2	Verpflichteter	194
5.3	Inhalt	194
5.4	Funktion	195
a)	Allgemein	195

b)	Unterschiede zwischen Wandel-,und Optionsdarlehen	196
5.5	Privatrecht	196
5.6	Steuerrecht	197
5.7	Rechnungslegung	198
6.	Umwandlungsraten bei Bezugsoptionen und bei Wandeldarlehen	198
6.1	Gesetzlicher Rahmen	199
6.2	Arten	199
6.3	Funktion	200
a)	Risikoverteilung und Anreize für Partei mit Einfluss	200
b)	Funktion erfolgsabhängiger Umwandlungsraten im Besonderen	201
aa)	Leistungsanreize	201
bb)	Vermeidung übertriebener Prognosen	201
6.4	Anwendungsbereiche	201
VI.	Verwässerungsschutz	202
1.	Zusammenfassung	202
2.	Verschiedene Probleme, die unter Verwässerung erfasst werden	203
3.	(Gewöhnlicher) Verwässerungsschutz bei Umwandlungsraten	203
3.1	Allgemeines	203
3.2	Arten der Verwässerung der Beteiligungsrechte	204
• 3.3	Formelle und materielle Änderungen in der Kapitalstruktur	204
a)	Formelle Änderungen in der Kapitalstruktur	204
b)	Materielle Änderungen in der Kapitalstruktur	205
3.4	Freiwillige Vermögensverminderungen der Gesellschaft	206
4.	Schutz vor Verwässerung durch tiefere Bewertungen in späteren Finanzierungsrunden («Anti-Dilution»)	206
4.1	Berechtigter	207
4.2	Verpflichteter	207
4.3	Inhalt	207
a)	Grundsatz	207
b)	Ausmass des Ausgleichs	208
aa)	Voller Ausgleich bei kleinstem Auslöser («full ratchet»)	208
bb)	Gemittelter Ausgleich («weighted average»)	208
cc)	Ausnahmen	208

4.4	Funktion	208
4.5	Rechtliche Durchführung-des Ausgleichs	209
VII.	Materielle (wirtschaftliche) und formelle Voraussetzungen für Renditezahlungen und Kapitalrückzahlungen	210
1.	Zusammenfassung	210
2.	Materielle Voraussetzungen für Zinszahlungen und Rückzahlungen	211
2.1	Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen	211
2.2	Konkursrechtliche Schranken, >	211
a)	1 Jahr vor Konkurseröffnung	211
b)	1 Jahr vor Konkurseröffnung plus Vorliegen einer Überschuldung	212
c)	5 Jahre vor Konkurseröffnung plus Absicht der Gläubigerbenachteiligung	212
d)	Rechtsfolgen	212
3.	Formelle. Voraussetzung für Zinszahlungen und Rückzahlungen	213
4.	Materielle und formelle Voraussetzungen für Dividendenzahlungen	213
5.	Materielle und formelle Voraussetzungen für Rückzahlung von Eigenkapital durch Kapitalherabsetzung	214
VIII.	Ereignisse und Erfolge	214
1.	Wachstums-, entwicklungsbezogen	215
2.	Status-, zustandsbezogen	215
§9	<b>Beendigung der Investition, Exit</b>	218
I.	Einleitung •	218
1.	Begriff und Abgrenzungen	218
2.	Beendigungsfreiheit (Dürfen), Beendigungsrecht (Können) und Beendigungspflicht (Müssen)	219
II.	Beendigungsfreiheit	219
1.	Zusammenfassung	219
2.	Grundsatz: Veräußerungs- und Abtretungsfreiheit	220
3.	Vinkulierung (Eigenkapital)	221
3.1	Berechtigte	221
3.2	Verpflichteter	221
3.3	Inhalt	221
a)	Ablehnungsrecht der Gesellschaft	222
b)	Erwerbsmöglichkeit der Gesellschaft	222
3.4	Funktion •	223
3.5	Privatrecht	224
4.	Veräußerungsverbot für Aktien («lock-up») (Eigenkapital)	226
4.1	Berechtigter	226

4.2	Verpflichteter	•	226
4.3	Inhalt		226
4.4	Funktion	•	227
4.5	Privatrecht		228
5.	Abtretungsverbot für Fremdkapitalforderungen (Fremdkapital)		229
6.	Vertragsübertragungsfreiheit (Fremdkapital)		229
7.	Übertragungspflicht und -recht für den Aktionärbindungsvertrag (Eigenkapital)		229
7.1	Inhalt		229
7.2	Funktion		230 •
7.3	Privatrecht		230
	a) Rechtliche Zulässigkeit einer Übertragungspflicht		230
	b) Rechtliche Zulässigkeit einer Beitrittspflicht des Erwerbers		231
	c) Rechtliche Zulässigkeit eines Übertragungsrechts		231
	aa) Gesellschaftsrechtliche Elemente		232
	bb) Vertragsrechtliche Elemente		233
	d) Subjekts Wechsel im Erbfall		233
III.	Vorhand- und Vorkaufsrechte		234
1.	Zusammenfassung		234
2.	Vorhandrecht		235
2.1	Hürden für einen Verkauf an einen Dritten		236
2.2	Voraussetzungen für ein Kaufsrecht (bzw. eine Verkaufspflicht)		238
2.3	Vorhandrechte		241
	a) Vorhandrecht mit Angebotspflicht (kurzes unlimitiertes Vorhandrecht)		241
	• b) Vorhandrecht mit Angebotspflicht und limitiertem Verkaufspreis (kurzes limitiertes Vorhandrecht)		242
	c) Vorhandrecht mit bedingter Annahmepflicht (langes unlimitiertes Vorhandrecht)		242
	d) Vorhandrecht mit bedingter Annahmepflicht und limitiertem Verkaufspreis (langes limitiertes Vorhandrecht)		242
2.4	Person des oder der Berechtigten		243
2.5	Preisfestsetzung	•	243
2.6	Privatrecht		244
3.	Vorkaufsrecht		246
3.1	Verpflichteter		246
3.2	Berechtigter		246
3.3	Inhalt	, .	246



3.4	Privatrecht	•	247
4.	Vergleich von Verhandlungspflicht, Vorhand- und Vorkaufsrechten	;	247
4.1	Vorhand- und Vorkaufsrechte		247
4.2	Verhandlungspflicht und Vorkaufsrecht	•	248
4.3	Kombination von Verhandlungspflicht, Vorhandrecht und Vorkaufsrecht	• • • •	248
5.	Funktion von Vorhand- und Vorkaufsrechten		248
5.1	Beschränkung der Veräußerungsfreiheit		248
5.2	Steuerung der Beteiligungsverhältnisse		249
5.3	Signalwirkung bei Vorkaufs- und Vorhandrechten		249
5.4	Risiko- und Gewinnverteilung		250
5.5	Preisbildung	• ' , ' •	251
a)	In der-Regel kein zu hoher Preis für Berechtigte		251
b)	Zu tiefe Preise für Verpflichteten		251
IV.	Beendigungsrecht	-	252
1.	Zusammenfassung		252
2.	Kündigungsrecht des Investors bei Darlehen (Fremdkapital)	•	253
2.1	Berechtigter	• ... "	253
2.2	Verpflichteter	'	253
2.3	Inhalt	.	253
a)	Ereignisabhängige Kündigungsrechte («Accelerätion»)	•	254
b)	«Take me along too»		254
c)	Verletzung von Vertragspflichten		254
2.4	Funktion	.	255
2.5	Privatrecht		255
3.	Vertragsübergabe-Option bei Darlehen (Fremdkapital)		256
3.1	Berechtigter		256
3.2	Verpflichteter	•	257
3.3	Inhalt	• •	257
3.4	Funktion		257
3.5	Privatrecht	._	258
4.	Put-Option (Eigenkapital)		258
4.1	Berechtigter	,	259
4.2	Verpflichteter	' •	259
4.3	Inhalt		259
a)	Preisbestimmung, Zeitraum und Bedingungen		259
b)	Verpflichtete und berechtigte Personen		260
4.4	Funktion		260

a)	Funktion von Put-Optionen zu Lasten der Gesellschaft	261
aa)	Praktische Limiten	261
bb)	Ausübung und Nichtausübung der Put-Option	261
cc)	Auflösung eines Lock-in	262
dd)	Auswirkung auf weitere Finanzierungsrunden	262
•ee>'	Steuerung der Beteiligungsverhältnisse	262
ff)	Keine Leistungsanreize und keine Verhinderung risikoaversen Verhaltens	262 •
b)	Funktion von Put-Optionen zu Lasten von Managementaktionären	263
aa)	. Risiko- und Gewinnverteilung	263
bbj '	Steuerung der Beteiligungsverhältnisse / Kontrollwechsel	264
c)	Funktion einer Put-Option der Managementaktionäre beim Verlassen der Gesellschaft	264
4:5	Privatrecht	264
a)	Allgemein	264
b)	Put-Optionen zu Lasten der Gesellschaft im Besonderen :	265
aa)	Zulässigkeit	265
bb)	Rechtliche Gestaltungsebene	267
4.6	Steuerrecht	267
a)	Einräumung der Put-Option •	267
b)	Direkte Teilliquidation bei Ausübung der Put-Option	268
c)	Indirekte Teilliquidation bei Ausübung-der Put-Option •	269
5.	Mitverkaufsrecht («Take-along», «Tag-along»)	
	(Eigenkapital) .	269
5.1	Berechtigter -	269
5.2	Verpflichteter-	270
5.3	Inhalt •	270
5.4	Funktion •	271
5.5	Differenzen gegenüber Mitverkaufspflicht -	271
5.6	Privatrecht •	272
6.	Verkaufspriorität (Eigenkapital) •	272
6.1	Berechtigter	272
6.2	Verpflichteter •	272

6.3	Inhalt	:	273
6.4	Funktion	• : •	273
6.5	Differenzen gegenüber dem Mitverkaufsrecht		273
6.6	Privatrecht	. - • ' • .	273
V.	Beendigungspflicht		274
1.	Zusammenfassung.	,	274
2.	Kündigungsrecht der Gesellschaft bei Darlehen (Fremdkapital)		275
3.	Vertragsübernahme bei Darlehen (Fremdkapital)		275
4.	Einfache Call-Option (Verkaufspflicht / Kaufsrecht) (Eigenkapital)	. •	275
4.1	Berechtigter	•	276
4.2	Verpflichteter	•	276
4.3	Inhalt-	, - . , : •	276
	a) <sup>1</sup> Allgemein	• , -	276
	b) Verkaufspflicht./Kaufsrecht/Call-Option		277
4.4	Funktion	•	277
	a) Risiko- und Gewinnverteilung	•	277
	b) Steuerung der Beteiligungsverhältnisse		277
	c) Unterschiede Vorhand- und Vorkaufsrechte zu Cäll-Optionen		278
4.5	• Privatrecht	' • . • ' .	278
4.6	Verkaufspflicht der Managementaktionäre beim Austritt aus dem Management der Gesellschaft		279
	a) . Wirkung	• ' • .	279
	b) Privatrecht		279
5.	Mitverkaufspflicht («Drag-along») (Eigenkapital)		280
5.1	Berechtigter		280
5.2	Verpflichteter		280
5.3	Inhalt	• • •	280
	a) Auslösungsmechanismus	'	280
	aa) Anzahl Aktien, Anzahl Aktionäre, Gruppenmehrheiten		281
	bb) Veränderungen auf der Zeitachse		281
	cc) Gruppenmehrheiten	• ' .	281
	dd) Vetorecht mit Kaufspflicht («Put-Option»)		281
	b) Anwendungsbereich	, .	282
5.4	Funktion		282
5.5	Privatrecht		283
6.	Buy-or-Put-Option («Texas Shoot Out») (Eigenkapital)		283
6.1	Berechtigter		284
6.2	Verpflichteter	•	284

6.3	Inhalt	284
6.4	Funktion	5
6.5	Privatrecht	285
VI.	Arten von Verkäufen	286
1.	Strategischer Verkauf («Trade Säle»)	286
1.1	Investor	286
1.2	Managementaktionäre	287
1.3	Regelungen betreffend Trade Säle	287
2.	Börsengang («IPO»)	288
2.1	Investor	289
2.2	Managementaktionäre	289
2.3	Regelungen betreffend IPO	290
2.4	Vertragliche Vereinbarung über Kontrollübergabe.	290
3.	Verkauf an finanziellen Investor («Secondary Säle»)	291
4.	Verkauf an Management («Buy Back»)	291
5.	Verkauf an Vertragspartei	292
6.	Übersicht über rechtliche Finanzierungsprobleme bei Verkäufen	292
6.1	Privatrechtliche Probleme der Finanzierung mit Mitteln der Zielgesellschaft	292
6.2	Steuerrechtliche Probleme beim Verkäufer einer Zielgesellschaft	293
a)	Indirekte Teilliquidation	293
b)	Transponierung	295
VII.	Mechanismen zur Preisbestimmung, Preisformeln	296
1.	Allgemein	296
2.	Rechtliche Schranken	297
3.	Beispiel: «One is right»	298
§ 10	<b>Liquidation der Gesellschaft</b>	299
I.	Konkursrechtliche Liquidation auf Initiative eines Fremdkapitalinvestors (Fremdkapital)	299
II.	Auflösungsrecht (Eigenkapital)	300
1.	Inhalt	300
2.	Funktion	300
3.	Privatrecht	301
3.1	Vertragsrecht	301
3.2	Gesellschaftsrecht	301
<b>Teil 4:</b>	<b>Nicht finanzielle Vertragsklauseln</b>	303
§ 11	<b>Informationsrechte</b>	305
I.	Zusammenfassung	305
II.	Inhalt	305

1. Umfang	•	306
a) Grundinformationen		306
b) Periodische Berichtsdaten		306
aa) Allgemeines		306
bb) Geschäftsgang		306
cc) Finanzzahlen		307
c) Plandaten		307
d) «Ad hoc»-Informationen		307
2. Zeiträume		308
<b>III. Funktion</b>		308
<b>IV. Privatrecht</b>		309
1. Gesetzliche Informationsrechte der Aktionäre		309
2. Gesetzliche Informationsrechte der Verwaltungsräte		309
3. Informationen an Dritte und Schranken durch Geheimhaltungspflicht		310
<b>§ 12 Direkte Mitwirkung</b>		312
1. .Allgemeines		312
1. Ebenen		312
2. Unterschiede der Mitwirkung als Gesellschafter und als Verwaltungsrat		313
<b>II. ' Entscheidungsmacht'</b>		313
1. Arten der Verteilung von Entscheidungsmacht		313
2. Defensive Rechte		315
2.1 Mehrheitserfordernisse für Beschlussfassung (Quoren)		315
a) Inhalt		315
b) Funktion		316
2.2 Vetorechte		316
a) Inhalt		316
b) Funktion	-	317
2.3 Unterschied zwischen qualifizierter Mehrheit und persönlichem Vetorecht		317
2.4 Stichentscheid		317
a) Inhalt		317
b) Funktion		317
3. Traktanden, Beschlussgegenstände		318
<b>III. Gesellschafter</b>		320
1. Zusammenfassung		320
2. Vertragliche Verschiebungen der Mitwirkungsrechte der Eigenkapitalgeber: Stimmbindungsvereinbarungen		321
2.1 Berechtigter	'	322
2.2 Verpflichteter		322
2.3 Inhalt		322

2.4	Funktion	322
2.5	Privatrecht	323
3.	Statutarische Verschiebungen der Mitwirkungsrechte in der Generalversammlung	326
3.1	Quoren	326
a)	Inhalt und Funktion	326
b)	Privatrecht	326
aa)	Gesetzlich zwingende qualifizierte Quoren	326
bb)	Statutarische Quoren	327
cc)	Statutarische Quoren und Aktienkategorien	327
3.2	Vetorechte	328
3.3	Stichentscheid	329
3.4	Stimmrechtsaktien und Partizipationsscheine	330
3.5	Stimmrechtsbeschränkungen	331
4.	Bedingte Kontrollwechsel	331
4.1	Inhalt	331
a)	Allgemein	331
b)	Arten	331
aa)	Durch Aktienübertragungen	331
bb)	Durch Stimmbindungen	332
4.2	Funktion	332
4.3	Steuerrecht	332
5.	Mitwirkungsrechte des Fremdkapitalinvestors	333
5.1	Unzulässigkeit direkter Mitwirkungsrechte	333
5.2	Stimmbindungsvereinbarungen der Gesellschafter mit einem Fremdkapitalinvestor	333
5.3	Verbindung der Kündbarkeit des Darlehens mit Stimmbindungen	333
IV.	Verwaltungsrat	334
1.	Zusammenfassung	334
2.	Funktion	335
3.	Anspruch auf Verwaltungsratssitz	336
3.1	Inhalt	336
3.2	Funktion	336
3.3	Privatrecht	337
a)	Gesetzlicher Anspruch	337
b)	Statutarischer Anspruch	337
c)	Vertraglicher Anspruch	338
d)	Anspruch eines Fremdkapitalinvestors auf einen Sitz im Verwaltungsrat	338
4.	Alternativen zur Einsitznahme im Verwaltungsrat	339
4.1	Allgemein	339

4.2	Beobachter bei Verwaltungsrats-Sitzungen	339
4.3	Beiräte	339
5.	Mehrheitserfordernisse (Quoren), Vetorechte und Stichentscheid im Verwaltungsrat	340
5.1	Quoren	340
a)	Inhalt und Funktion	340
b)	Privatrecht	340
aa)	Festlegung von Quoren durch den Verwaltungsrat	340
bb)	Festlegung von Quoren durch Gesellschafter	341
cc)	Ausnahmen von Präsenzquoren bei Durchführung einer Kapitalerhöhung	341
5.2	Vetorechte	341
5.3	Stichentscheid	342
6.	Organisatorische Vereinbarungen	342
6.1	Wahl, von Suppleanten	342
6.2	Grosse des Verwaltungsrats •	342
6.3	Sitzungsfrequenz	343
6.4	Entgelt der Verwaltungsratsmitglieder	343
7.	Verwaltungsrats-Bindungsverträge	343
7.1	Berechtigter	343
•7.2	Verpflichteter	343
7.3	Inhalt	344
7.4	Funktion	344
7.5	Privatrecht	344
V.	Management und Geschäftsführung	347
§ 13	<b>Verantwortlichkeit aus Aktienrecht</b>	348
I.	Verantwortliche Personen, insbesondere Verantwortlichkeit des Investors	348
1.	Formelle und faktische Organe	348
2.	Delegation	351
II.	Pflichtverletzung	351
	<b>Stichwortverzeichnis</b>	355
	<b>Zum Autor</b>	363

(English summary unter [www.nkf.ch](http://www.nkf.ch))