



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:
Dieter Gericke

Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten

9. Tagung zu Private Equity
Tagungsband 2024

EIZ  Publishing

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

Tino Gaberthüel / Till Haechler*

Inhalt

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

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

Ausgewählte Themen im Investment Agreement und Shareholders Agreement

Petra Hanselmann / Yannic Schönenberger

Inhalt

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

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

Akquisitionsstrukturierung aus steuerlicher Sicht

Reto Heuberger

Inhalt

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

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

Sweet Equity in Private Equity-Transaktionen

Marc Walter / Jonas Bühlmann*

Inhalt

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

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

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

Dieter Gericke / Caspar Wehrle*

Inhalt

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

IV. Würdigung147

Literaturverzeichnis.....148

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

Michel Jaccard

Content

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