

# Massgeschneiderte Nachfolgelösungen im gesellschaftsrechtlichen Korsett

von Dr. Beat Brechbühl

## 1. „Entreprendre c’est prévoir“

Die Nachfolgeregelung ist das zentrale Thema für ein Familienunternehmen. Pro Generationenwechsel gehen 25% der Unternehmen unter, weil die Nachfolge misslingt. Trotz dieser weitum bekannten Binsenwahrheit ist es immer wieder erstaunlich festzustellen, wie wenige (auch und gerade erfolgreiche) Unternehmer den Nachfolgeprozess rechtzeitig in Gang bringen und erfolgreich abschliessen.

Zahlreiche Hindernisse säumen den Weg zu einer guten Lösung – vor allem unternehmerische, psychologische und finanzielle Hürden sind zu überwinden. Ist dies geschehen, muss für die Umsetzung das passende rechtliche Kleid genäht werden. Rechtsfragen stehen somit meistens nicht im Zentrum, sondern am Schluss der schneidermeisterlichen Aufmerksamkeit; dennoch bedürfen sie Massarbeit, um den Nachfolgeprozess erfolgreich umzusetzen.

Der Nachfolgeprozess sollte mit einer Auslegeordnung der möglichen Nachfolgealternativen beginnen. Gemäss einer soeben erschienenen Studie streben fast 2/3 der Unternehmer eine familieninterne Nachfolge an. Unternehmen, die in der Familie gehalten werden, sind in der Regel grösser, älter und (gemäss Einschätzung der heutigen Eigentümer) auch rentabler. Dieselbe Studie weist jedoch nach, dass diese Nachfolgevariante vor allem mangels geeignetem Familiennachfolger an Bedeutung verliert und dafür MBO-Lösungen oder der Verkauf an strategische Investoren zunehmen, während der Verkauf an Finanzinvestoren (Venture Capitalists) und Börsengänge die Ausnahme bleiben<sup>1</sup>. Diese Diskrepanz zwischen dem Wunschscenario und der Umsetzungsvariante ist nicht unproblematisch, weil die Gefahr besteht, dass zu lange nicht realisierbaren Szenarios nachgegangen wird und so wertvolle Zeit verloren geht.

In gesellschaftsrechtlicher Hinsicht bedeutet weitsichtige Nachfolgeplanung, dass der Unternehmer mindestens **fünf Jahre** vor seinem geplanten Ausstieg das passende Rechtskleid wählt<sup>2</sup>. Es gibt Rechtsformen von KMU, wie z.B. Einzelunternehmen oder Personengesellschaften (Kollektiv- und Kommanditgesellschaften), die sich nicht für Nachfolgelösungen eignen; insbesondere nicht für die Trennung der Eigentümerstellung und der Unternehmensführung. Deshalb empfiehlt sich eine Umwandlung solcher Gesellschaften vor der Nachfolgeregelung in Kapitalgesellschaften, vorzugsweise in eine **Aktiengesellschaft**. Die praktische Umsetzung kann sich seit letztem Jahr auf das Fusionsgesetz stützen: Die Umwandlung eines Einzelunternehmens in eine Kapitalgesellschaft erfolgt durch das neu geschaffene Institut der **Vermögensübertragung**, indem Aktiven und Passiven auf den neuen Rechtsträger, z.B. die AG, in einem Akt übertragen

---

<sup>1</sup> Wechsel(t)räume – Unternehmensnachfolge im Mittelstand 2005, Südwestfälische Industrie- und Handelskammer zu Hagen und Fachhochschule Münster ([www.hagen.ihk.de/download](http://www.hagen.ihk.de/download))

<sup>2</sup> Die Fünfjahresfrist hat steuerliche Gründe: Eine steueroptimierte Nachfolgeregelung ist in der Regel nur dann möglich, wenn die Veräusserungssperre von 5 Jahren ab Zeitpunkt der Umstrukturierung eingehalten wird.

werden können<sup>3</sup>. Kollektiv- und Kommanditunternehmen können durch einen einfachen **Rechtskleidwechsel** umgewandelt werden, indem ein Umwandlungsplan inkl. einer Bilanz<sup>4</sup> und eines Umwandlungsberichts erstellt, geprüft, aufgelegt und einstimmig durch die Gesellschafterversammlung genehmigt werden muss<sup>5</sup>.

Jede seriöse Nachfolgeregelung ist mit einer **Unternehmensbewertung** zu unterlegen; am Besten erfolgt sie zu Beginn der Einleitung des Nachfolgeprozesses, denn sie kann die Erwartungshaltung der bisherigen Eigentümer und die Nachfolgeoptionen wesentlich beeinflussen bzw. allenfalls limitieren. Vor allem Eigentümer von kleineren Unternehmen scheuen den Aufwand und die Kosten für eine solche Bewertung und schrecken davor zurück oder tendieren zu praktischen Mischrechnungen, wie etwa zur legendären Praktikermethode<sup>6</sup>. Diese ist zwar leicht verständlich und einfach zu rechnen, berücksichtigt aber mehrere Aspekte ungenügend, vermischt Ertrags- und Substanzwerte in methodisch unzulänglicher Weise, sodass Informationen verloren gehen<sup>7</sup>, und wird von ausländischen Käufern oder in grösseren Verhältnissen nicht akzeptiert werden. Dort hat sich als Standard die DCF-Methode durchgesetzt, welche die in Zukunft anfallenden freien Cash-flows (betriebliche Erträge abzüglich Investitionen ins Anlage- und Umlaufvermögen) als Basis nimmt und abdiskontiert. Für KMU werden für die Bewertung häufig sog. EBIT (DA)-Multiples herangezogen, was in diesem Bereich sachgerecht ist. Oft werden die gewählten Methoden durch andere Methoden plausibilisiert<sup>8</sup>. Es ist denn auch durchaus sinnvoll, auf mehrere Methoden abzustellen und daraus einen Bewertungsrahmen abzuleiten, denn die Unternehmensbewertung ist keine exakte Wissenschaft. Insbesondere die angemessene Berücksichtigung des zukünftigen Risikos und der Ungewissheit<sup>9</sup> stellen regelmässig ein Feld von Differenzen zwischen den Beteiligten dar; dazu kommen dann Verhandlungen über den effektiven Kaufpreis, der von weiteren, zum Teil subjektiven Faktoren abhängt. Gerade bei Preisdifferenzen im Nachfolgeprozess haben die Berater eine zentrale Aufgabe, indem sie durch kreative Lösungen dafür sorgen, dass sich die unterschiedlichen Positionen annähern können, so z.B. durch eine mehr oder weniger hohe Earn-out-Regelung, die das Risiko des Käufers reduziert, einen zu hohen Kaufpreis zu bezahlen, und die Chancen des Verkäufers erhöht, einen erfolgsabhängigen Kaufpreiszuschlag zu erhalten.

---

<sup>3</sup> Die Vermögensübertragung beruht auf drei Schritten: (i) dem Abschluss eines schriftlichen Übertragungsvertrags inkl. eines integrierten Inventars (Verpflichtungsgeschäft), (ii) der Eintragung im Handelsregister (Verfügungsgeschäft) sowie (iii) der Sacheinlage in die Aktiengesellschaft.

<sup>4</sup> Eine separate Umwandlungsbilanz ist nur dann zu erstellen, wenn der Bilanzstichtag zum Zeitpunkt des Umwandlungsberichts mehr als 6 Monate zurückliegt oder seither wichtige Änderungen eingetreten sind.

<sup>5</sup> Davon kann abgesehen werden, wenn der Gesellschaftervertrag ein Zustimmungserfordernis von  $\frac{3}{4}$  vorsieht (Art. 64 Abs. 2 FusG).

<sup>6</sup> Die Praktikermethode, auf welche teilweise auch die Steuerverwaltung abstellt, berechnet den Unternehmenswert, vereinfacht gesagt, nach der Formel  $2x$  Ertragswert plus  $1x$  Substanzwert dividiert durch 3.

<sup>7</sup> Ist z.B. der Substanzwert höher als der Ertragswert, kann dies auf eine mangelhafte Verzinsung der eingesetzten Substanz hindeuten und sollte zu Liquiditäts- oder gar Restrukturierungsüberlegungen führen; ist das Umgekehrte der Fall, so stehen nicht materielle Güter (wie z.B. treue Kundschaft) im Vordergrund und Käufer wie Verkäufer müssen sich Gedanken machen, ob dies auch nach der Transaktion der Fall sein wird.

<sup>8</sup> In kleineren Verhältnissen kann dies die Substanz- oder die Ertragswertmethode sein, in grösseren die Marktwertmethode: Die Marktwerte werden aus dem Vergleich mit ähnlichen, börsenkotierten Unternehmen (comparable trading analysis, z.B. mit bekannten Multiplikatoren, wie das P/E-Verhältnis, d.h. der Preis je Aktie dividiert durch den Gewinn je Aktie) oder aus tatsächlich stattgefundenen Unternehmensverkäufen und -fusionen (comparable transaction analysis) erhoben.

<sup>9</sup> Dies kann z.B. im Kapitalisierungssatz, in der Berechnung des Zukunftserfolgs, im Risikoabschlag am Erfolg, im Bewertungsmethoden-Mix oder durch Abschlag am Gesamtwert erfolgen.

## 2. Die Nachfolgevarianten

Sind die Vorarbeiten geleistet, müssen die einzelnen Nachfolgevarianten gegeneinander abgewogen werden. Im Folgenden werden ihre Vor- und Nachteile kurz beschrieben und die wichtigsten gesellschaftsrechtlichen und transaktionalen Fallstricke dargestellt.

### 2.1. Der Poolvertrag

Poolverträge bieten sich als Lösung für gewisse Konstellationen der **familieninternen Nachfolge** an. Zu denken ist etwa an Fälle, in denen die Erben vermögensmässig gleich behandelt werden sollen, bereits zu Lebzeiten des Unternehmers gewisse Anteile übernommen haben oder mehrere Familienzweige bestehen. Im Vergleich zur Erbenholding sind sie flexibler, weil die Vermögenswerte rascher realisierbar sind. Demgegenüber schlagen Probleme zwischen den Erben eher auf das Unternehmen durch, weil im Unterschied zur Aktiengesellschaft keine eigene Rechtspersönlichkeit zwischengeschaltet ist. Ein Poolvertrag macht dann Sinn, wenn die Unternehmensanteile bewusst nicht alle in einer Hand konzentriert werden sollen, somit Eigentum und Unternehmensführung auseinanderfallen; üblicherweise wird er bereits zu Lebzeiten des Unternehmers zwischen ihm und seinen Erben abgeschlossen.

Poolverträge sollten ein Mindestmass an **Organisationsstrukturen** aufweisen, was umso wichtiger ist, als dass in der Regel die subsidiären Bestimmungen der einfachen Gesellschaft (OR 530 ff.) ohnehin gelten würden. Konkret sind Erwerb, Verwaltung und Verkauf der Vermögenswerte (insbesondere der Aktien des Unternehmens) zu regeln. Dabei ist auf folgende Punkte zu achten:

#### a) *Einlagen der Parteien und Beteiligungsverhältnisse*

Ausgangspunkt bilden die Kapitaleinlagen: Entweder stammt der überwiegende Anteil vom Unternehmer selbst, während seine Erben eine Pro forma-Einlage machen, oder die Erben erhalten einen Erbvorbezug, was erb- und steuerrechtliche Implikationen in sich birgt. Die Kapitalanteile und Stimmrechte ergeben sich somit direkt aus den Einlagen; regelmässig verfügt der Unternehmer zu seinen Lebzeiten über die Kontrollmehrheit, während auf seinen Tod hin die Erbquoten verbindlich festgelegt werden (können). Insbesondere sollten folgende Fragen ihre Klärung finden: Soll der Nachfolger lediglich seinen Einfluss als Repräsentant der beteiligten Familienmitglieder geltend machen können oder soll er auch vermögensmässig und innerhalb der erbrechtlichen Schranken bevorzugt werden. Denkbar und üblich sind zudem Regelungen für das Vorversterben einzelner Erben (z.B. Nacherbeneinsetzung).

#### b) *Gewinn- und Verlustbeteiligungen und weitere finanzielle Regelungen*

Die Gewinn- und Verlustbeteiligungen sollten proportional zu den Kapitalanteilen geregelt werden, sonst gilt subsidiär eine Beteiligung nach Köpfen. Es ist sinnvoll, den Gesellschaftern je ein Kapitalkonto zur Verfügung zu stellen, dem die Zinsen und Dividenden anteilmässig gutgeschrieben bzw. Verluste belastet werden. Abgesehen von einem Mindestbestand (Reservebildung) kann so jeder Gesellschafter über sein Konto frei verfügen, was zu einem Interessenausgleich führt.

Die Buchhaltung der einfachen Gesellschaft sollte kaufmännischen Grundsätzen entsprechen und revidiert werden, um dem Transparenzerfordernis Rechnung zu tragen; selbstverständlich sind – spätestens nach dem Tod des Unternehmers – allen Gesellschaftern Auskunfts- und Einsichtsrechte zu gewähren, zu Lebzeiten können diese je nach Selbstverständnis des Unternehmers eingeschränkt oder ganz ausgeschlossen werden.

Wichtig ist, dass sich die Gesellschafter bewusst sind, dass sie im Aussenverhältnis (gegenüber den Gesellschaftsgläubigern) solidarisch und auch mit ihrem sonstigen Vermögen haften. Im Innenverhältnis muss dieses Einfallstor durch eine entsprechende Vertragsklausel geschlossen und auf ihren Anteil beschränkt werden.

### c) *Organisation*

*Geschäftsführung/Vertretung:* Zu seinen Lebzeiten bzw. zu seinen Aktivzeiten behält sich der Unternehmer meistens die alleinige Geschäftsführung (der einfachen Gesellschaft notabene) und folgerichtig auch Einzelunterschrift vor; ein solcher Passus ist nachvollziehbar und auch sinnvoll, solange eine allfällige Handlungsunfähigkeit (Krankheit, Invalidität) mittels Stellvertretung geregelt ist. Der Stellvertreter dürfte regelmässig auch der Nachfolger sein, so oder anders sollte es eine Person und nicht mehrere sein und für den Fall dessen Ausfalls drängt sich die Bezeichnung einer Nominierungsinstanz auf, um die einfache Gesellschaft und damit das Unternehmen nicht handlungsunfähig werden zu lassen.

Spätestens nach dem Tod des Unternehmers, in der Regel aber schon früher, tritt der Nachfolger in dessen Fussstapfen und übernimmt an dessen Stelle die Kontrolle über die der Familie gehörenden Unternehmensanteile, verfügt aber regelmässig über weniger Kompetenzen als der Unternehmer (z.B. keine Verfügungsmacht über die Vermögenswerte, Kollektivunterschrift).

Die *Gesellschafterversammlung* kann analog einer Generalversammlung organisiert werden, was aber explizit im Vertrag zu regeln ist (Kadenz, Frist, Ort, Befugnisse usw.). Ziel ist es, allen nicht geschäftsführenden Gesellschaftern und Erben die Mitbestimmung über ihr Vermögen und die Mindestkontroll- und Informationsrechte über die Geschäftsführung zu geben; insbesondere sind die Verfügungsrechte über die Anteile, die Wahl/Abberufung und die Kompetenzen des Geschäftsführers zu regeln. Je nach Situation sind auch Vertretungsrechte im Verwaltungsrat des operativen Unternehmens festzulegen (z.B. Vertretungsrecht von Familienzweigen). Von grosser Bedeutung ist das Festlegen der Stimmenquoten: Diese dürfen einerseits nicht zu einer Zementierung des status quo<sup>10</sup>, andererseits aber auch nicht zu leichtfertigen Entscheidungen über das Vermögen führen; oft werden deshalb die Beschlussquoten gestaffelt: Mehrheitserfordernis für „normale“ Beschlüsse, qualifizierte Mehrheit für wichtige Beschlüsse, Einstimmigkeit für fundamentale Beschlüsse.

---

<sup>10</sup> Ohne Regelung würde das Einstimmigkeitserfordernis gelten, was zu gefährlichen Blockierungen führen kann (OR 534).

#### d) *Ausscheiden und Abfindung*

Zunächst ist im Hinblick auf den Tod eines Gesellschafters zu regeln, dass die Gesellschaft bestehen bleibt und mit dessen Erben fortgeführt wird. Bevormundung und Konkurs führen meistens zum Ausscheiden des betroffenen Gesellschafters gegen die Bezahlung einer Abfindung. Ebenso ist ein Ausschluss aus wichtigen Gründen (z.B. nachhaltige Verletzung seiner Poolpflichten) denkbar. Ob ein Kündigungsrecht, allenfalls unter erschwerten Bedingungen (lange Fristen, geringe Abfindung), gewährt wird, kommt auf die spezifischen Verhältnisse an: Je zahlreicher die Gesellschafter, desto divergierender ihre Interessen, was eher für ein Kündigungsrecht spricht. Hohe Kapitalanteile und latente Steuerlasten sprechen eher dagegen, weil sie für die verbleibenden Gesellschafter zu Schwierigkeiten bei der Abfindung führen. Der Anteil eines ausscheidenden Gesellschafters ist zunächst zu bewerten. Anschliessend sind der Abfindungspreis und die Zahlungsmodalitäten zu fixieren, wobei die Kriterien im Vertrag festzulegen sind (z.B. Abschlag einer Risikoprämie für die Verbleibenden; sofortige Zahlung vs. Stundung und Ratenzahlungen).

#### e) *Dauer, Auflösung und Sicherung*

Aufgrund dessen, dass ein unbeschränkt gültiger Vertrag jederzeit gekündigt werden kann<sup>11</sup>, wird empfohlen, eine feste Dauer zu vereinbaren, allenfalls mit einer Erneuerungsklausel für eine weitere fixe Periode oder einer Kündigungsklausel (z.B. Kündigungsfrist von einem Jahr). Maximal können dafür 15 - 20 Jahre vorgesehen werden; sinnvoll ist aber regelmässig eine kürzere Vertragsdauer<sup>12</sup>. In jedem Fall bleibt die sofortige Kündigung aus wichtigem Grund vorbehalten.

Jeder Vertrag ist nur so gut, wie er auch durchgesetzt werden kann und Verletzungen verhindert werden können. Je nach Situation rechtfertigt es sich deshalb, die Beteiligungen auf ein Sperrdepot zu transferieren, auf das die Gesellschafter nur gemeinsam zugreifen können. Weniger effizient, aber auch weniger einschneidend sind Konventionalstrafen für bestimmte Vertragsverletzungen.

Eine Variante zum Poolvertrag stellt die sog. **Nutzniessungsgesellschaft** dar. Sie unterscheidet sich von ihm dadurch, dass die Erben direktes Eigentum an den Anteilen der operativen Gesellschaft erwerben – dies auch im Unterschied zur Erbenholding. Idealtypisch regelt der Unternehmer bei dieser Lösung seine Nachfolge, indem er die Anteile am operativen Unternehmen seinen Nachfolgern zu Eigentum überträgt, diese aber gleichzeitig einer zu gründenden Aktiengesellschaft die Nutzniessung daran übertragen. Intern werden die Eigentums- und Führungsverhältnisse auf der Ebene der Nutzniessungsgesellschaft festgelegt, gegenüber der operativen Gesellschaft tritt nur diese auf und wird als Nutzniesserin im Aktienbuch eingetragen.

## 2.2 Die Erbenholding

Die bekannteste Alternative zum Poolvertrag ist die Erbenholding: Auch sie wird, wie der Name bereits sagt, vor allem für die familieninterne Nachfolge verwendet und erscheint

---

<sup>11</sup> Die gesetzliche Kündigungsfrist für einfache Gesellschaften beträgt 6 Monate (OR 546).

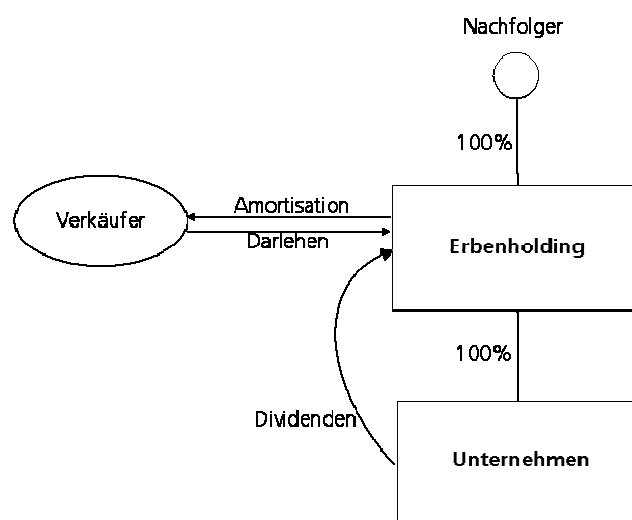
<sup>12</sup> Hier gilt wohl die Faustregel: Je flexibler die Ausstiegsmöglichkeiten für einen einzelnen Gesellschafter, desto länger kann die Geltungsdauer des Vertrags angesetzt werden.

beispielsweise dann als geeignete Lösung, wenn der Patron (allenfalls zusammen mit seiner Ehegattin) die Aktien privat am Unternehmen hält und eines der Kinder die Nachfolge antreten will<sup>13</sup>, jedoch den Kaufpreis nicht selber aufbringen kann und deshalb auf Drittmittel angewiesen ist.

Die gesellschaftsrechtliche Komplexität dieser Lösung ist gering, sodass einige kurze Hinweise genügen sollen:

In einem ersten Schritt gründet der Nachfolger eine Akquisitionsgesellschaft (Newco) oder bedient sich alternativ dazu einer allenfalls bereits bestehenden, inaktiven Aktiengesellschaft. Hält der Nachfolger bereits gewisse Anteile am Unternehmen, kann er sie entweder als Sacheinlage in die Newco einbringen oder weiterhin privat halten.

In einem zweiten Schritt erwirbt die Newco die von den Eltern gehaltenen Anteile am Unternehmen. Weil der Nachfolger nicht den vollen Kaufpreis aufbringen kann, wird die Newco Darlehen aufnehmen müssen, in der Regel sowohl von einer Bank als auch von bisherigen Eigentümern, sog. Aktionärsdarlehen. Amortisiert werden diese Kredite durch die Unternehmenserträge.



Und hier lag denn auch der besondere Reiz einer Erbenholding gegenüber dem privaten Erwerb: Aufgrund des Holdingprivilegs auf kantonaler und des Beteiligungsabzugs auf eidgenössischer Ebene zahlte die Erbenholding praktisch keine Steuern auf den Dividenden, d.h. sie konnte diese voll für die Amortisation einsetzen, währenddem ein Privater 35% versteuert. Diese Strukturierung wurde von den Steuerverwaltungen zugelassen, sofern das Unternehmen (i) während 5 Jahren ab dem Kauf durch Newco keine Substanzdividende ausschüttete (laufende Ertragsdividenden waren zugelassen), (ii) während 5 Jahren nicht liquidiert oder fusioniert wurde und (iii) das Darlehen innert max. 10 Jahren zu amortisieren war. Aufgrund des zwischenzeitlich berüchtigten Bundesge-

<sup>13</sup> Da der Kaufpreis in den Nachlass fällt, werden die anderen Erben aber grundsätzlich nicht benachteiligt – es sei denn, dass der Kaufpreis unter dem Verkehrswert angesetzt oder ein Teil erlassen wird (evtl. auf Anrechnung seines Erbteils) – diesfalls empfiehlt sich der gleichzeitige Abschluss eines Erbvertrags.

richtsentscheids vom letzten Jahr<sup>14</sup> ist damit vorläufig und bezogen auf die Bundessteuern Schluss<sup>15</sup>.

Dennoch: Trotz dieser Praxisänderung ist diese Lösung populär geblieben – erstens weil der Verkäufer Steuern eher in Kauf nehmen kann und zweitens weil einige Kantone (darunter der Kanton Bern) die neue Praxis nur auf die Bundessteuern anwenden, womit die Steuerlast 11% beträgt, was unerfreulich aber verkraftbar ist.

### 2.3 Das Management Buy-Out (MBO)

Sind familienintern keine geeigneten Nachfolger zu finden, ist die vom Unternehmer favorisierte Alternative der Verkauf an das bisherige oder an ein neues Management<sup>16</sup>. MBOs lassen sich in der Praxis vor allem dann realisieren, wenn der Verschuldungsgrad des Unternehmens relativ tief ist, auch zukünftig mit einem konstanten Cash-flow gerechnet werden kann und eben ein starkes Management vorhanden ist, das bereit ist, das Unternehmerrisiko einzugehen.

Typischerweise wird auch hier zum Erwerb des Unternehmens als Erstes eine neue Aktiengesellschaft gegründet (nachfolgend MBO-Holding genannt). Charakteristisch für das MBO ist die **Finanzierung** des Kaufpreises im Wesentlichen durch **Fremdmittel**, sodass nach Abschluss der Transaktion das Unternehmen einen hohen Verschuldungsgrad aufweist. In der Regel gewährt die kreditgebende Bank (i) der MBO-Holding einen befristeten und gesicherten Akquisitionskredit mit einer Laufzeit von 4-8 Jahren, (ii) der operativen Gesellschaft und ihren Gruppengesellschaften werden im Rahmen von Umschuldungen Investitions- und Betriebskredite (sog. working capital facilities) zur Verfügung gestellt, um das Umlaufvermögen zu finanzieren, und oft sind auch (iii) Überbrückungskredite im Spiel, die unmittelbar nach dem MBO zurückbezahlt werden und häufig durch Desinvestitionen nicht mehr benötigter Aktiven (z.B. Verkauf von Liegenschaften) oder über bestehende Liquidität von Gruppengesellschaften an die Muttergesellschaft finanziert werden müssen. Zusätzlich oder alternativ wird zunehmend die sog. Mezzanine-Finanzierung eingesetzt, bei der es sich in der Regel um nicht gesicherte, hochverzinsliche und nachrangige Darlehen, verbunden mit sog. Equity kickers<sup>17</sup>, handelt. Schliesslich spielen auch hier Verkäuferdarlehen eine zentrale Rolle, um den Kaufpreis finanzieren zu können.

Vor allem in grösseren und komplizierteren Strukturen werden nicht nur eine, sondern zwei oder mehrere Holdings gegründet, um die Zuflüsse von Eigenkapital und Darlehen sach- und risikogerecht auf die einzelnen Ebenen zu leiten. In solchen Fällen werden

---

<sup>14</sup> BGE 2A.331/2003 vom 11.6.2004.

<sup>15</sup> Das Bundesgericht hat festgehalten, dass (unter gewissen, aber häufig erfüllten Bedingungen) auch die Ausschüttung künftiger Gewinne zur Amortisation des Kaufpreisdarlehens zur Anwendung der sog. indirekten Teilliquidation führt, was zur Folge hat, dass die Verkäufer keinen steuerfreien Kapitalgewinn, sondern einen steuerbaren Beteiligungsertrag auf der Differenz zwischen Nennwert und Verkehrswert realisieren.

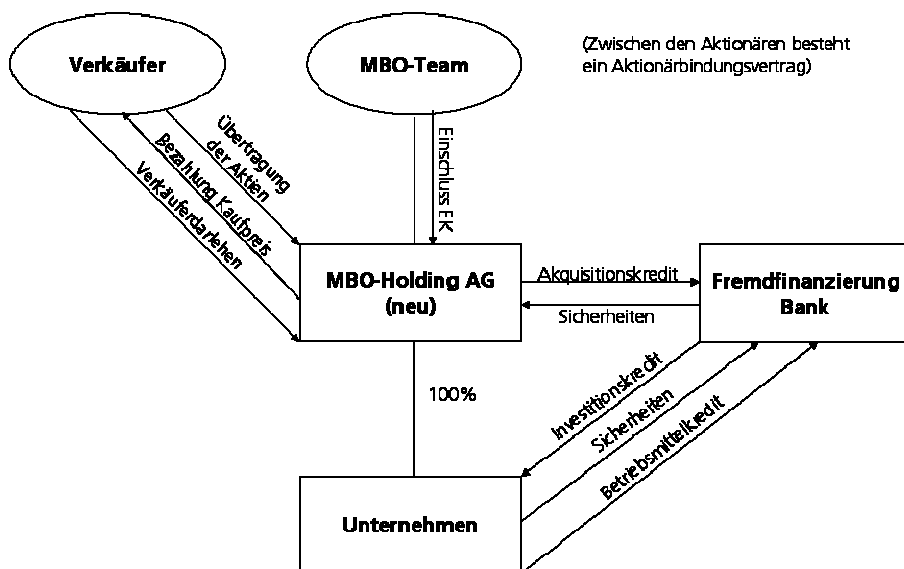
<sup>16</sup> Diesfalls spricht man auch von Management Buy-In (MBI). Schliesslich wird oft der Begriff des Leveraged Buy-Out (LBO) verwendet, was jede Transaktion umfasst, die nicht nur den Kauf von Aktien, sondern auch die Gewährung von Darlehen umfasst. Das LBO unterscheidet sich vom MBO somit nur, aber immerhin dadurch, dass hier das Management die Kontrollmehrheit hat, während dort die Finanzinvestoren (z.B. Venture Capitalists) Mehrheitseigentümer werden.

<sup>17</sup> Mit diesen Instrumenten wird das Mezzanine-Kapital dem Eigenkapital angenähert und dem Darlehensgeber ermöglicht, eine erfolgsabhängige, risikoadäquate Rendite zu erzielen. Bekannte Instrumente dafür sind z.B. Options- und Wandelrechte, Vorzugsaktien usw.

nach dem MBO häufig Anschlussfusionen (sog. Back-end-Mergers) durchgeführt. Sie sollen einerseits die Gruppenstrukturen vereinfachen und andererseits die Aktiven der übernommenen Gesellschaften für die Finanzierung mobilisieren (Vermögenswerte der Gruppe gelangen an die Gesellschaften, die Schuldnerinnen der Banken sind, womit die Konditionen verbessert werden können).

Vor dem Ablauf von 5 Jahren ist eine solche Fusion jedoch nur dann angezeigt, wenn die Verkäuferin keine Privatperson (d.h. Gesellschaft oder Einzelunternehmen) war, weil sonst bereits nach früherer Praxis ein steuerbarer Vermögensertrag resultierte. Darüber hinaus fällt nach neuer Steuerpraxis sodann in jedem Fall ein steuerbarer Ertrag an, wenn ein Teil des Kaufpreises mittels zukünftiger Gewinne finanziert wird, was beim MBO inhärent ist. Auch hier gilt dies aber nur für den Bund und gewisse Kantone, und nur, wenn die Verkäufer Privatpersonen sind und ihre Aktien nicht selber über eine Holdinggesellschaft gehalten haben.

Sehr verbreitet sind auch bei MBO Kaufpreisanpassungs- und Earn-out-Klauseln (inkl. Put- und Call-Options), sofern der Verkäufer z.B. anfänglich noch einen Teil seiner Aktien behält.



In rechtlicher Hinsicht sind MBO und LBO regelmässig sehr anspruchsvoll; die Massarbeit erfolgt insbesondere an folgenden neuralgischen Stellen:

a) *Stellung des Management*

Ein MBO setzt umfangreiche Gespräche und Offenlegungen von Kennzahlen gegenüber den finanzierungswilligen Banken durch das Management voraus; darüber hinaus ist ihm selbstredend an einem tiefen Kaufpreis gelegen. Dies kann mit seiner arbeitsrechtlichen **Treue- und Geheimhaltungspflicht** kollidieren. Der ganze Prozess, insbesondere aber die Weitergabe von vertraulichen Informationen, ist deshalb mit dem Arbeitgeber vorgängig abzustimmen und mit Vorteil schriftlich festzuhalten.

Weil das Management in der Regel als Organ für die MBO-Holding handelt, ist darauf zu achten, dass die Verträge für die zu übernehmende Gesellschaft nicht von ihm, sondern von anderen Zeichnungsberechtigten unterzeichnet werden, weil sonst gemäss Rechtsprechung des Bundesgerichts zur Doppelvertretung die Verträge (ohne besondere Ermächtigung) ungültig sind. Dies ist aus einem weiteren Grund zu empfehlen: Wenn der MBO u.a. aus Mitteln der operativen Gesellschaft finanziert wird, besteht bei Handeln der Manager für die zu übernehmende Gesellschaft die Gefahr, dass sie sich der ungetreuen Geschäftsbesorgung (StGB 158) schuldig machen, weil eine solche Finanzierung zu einer Schwächung der operativen Gesellschaft führt.

Schliesslich ist zwischen den am MBO beteiligten Kadermitgliedern ein Aktionärsbindungsvertrag abzuschliessen, um ihre Interessen zu bündeln – dies gilt umso mehr, wenn noch andere Aktionäre an der MBO-Holding beteiligt sind.

#### b) *Akquisitionskredite*

Der Akquisitionskredit einer Bank an die MBO-Holding ist rechtlich unproblematisch, soweit er durch deren Gesellschaft gedeckt ist, was aber ohne weiteres der Fall sein dürfte, weil sie eben erst gegründet wurde. Hingegen ist er als Vertragswerk sehr umfangreich und komplex. Die Kreditverträge sind weitgehend standardisiert; ursprünglich orientierten sie sich an den Modellen der Loan Market Association (LMA)<sup>18</sup>. Allerdings sind gewisse Klauseln durchaus verhandelbar, was für die MBO-Holding als Kreditnehmerin von grosser Bedeutung sein kann, so z.B. das Sicherheitspaket, die Gewährleistungen, Garantien und Zusicherungen sowie die Events of Default.

Rechtlich problematischer ist der **Kredit an die übernommene Gesellschaft** (entweder die operative Gesellschaft oder deren Muttergesellschaft), weil die Mittel aus dem Kredit dazu verwendet werden, dem Käufer, d.h. der MBO-Holding, den Kaufpreis zu finanzieren. Wird die Finanzierung aufgrund einer sorgfältigen Due Diligence und eines realistischen Businessplans gewährt (was man bei einer Bankfinanzierung annehmen sollte), nach dem innert 4-8 Jahren genügend freier Cash-flow zur Verfügung steht, um den Kredit ohne Existenzgefährdung zurückzuführen, dürfte weder ein Verstoss gegen die guten Sitten noch gegen den Gesellschaftszweck vorliegen, es sei denn, der Zweckartikel in den Statuten sei sehr eng gefasst<sup>19</sup>. In solchen (eher seltenen) Fällen müsste dieser zunächst durch die Generalversammlung mittels Statutenanpassung geändert werden, weil der Bankkredit ja gerade nicht deswegen, sondern als Grundlage für ein Darlehen der übernommenen an die übernehmende Gesellschaft gewährt wird.

---

<sup>18</sup> Die LMA wurde 1996 gegründet und hat zurzeit über 200 Mitglieder (Grossbanken, grosse Anwaltskanzleien und andere Marktteilnehmer). Ihr Ziel ist es, den Kreditmarkt zu standardisieren (so z.B.: Standard Syndicated Facilities Agreement und LBO Facilities Agreement) und somit effizienter zu gestalten bzw. die Syndizierung zu erleichtern. Als Standard wird der Londoner Markt herangezogen, sodass auch englisches Recht Anwendung findet. Ursprünglich waren die Klauseln darlehensnehmerfreundlich, heute werden sie als ausgeglichen und fair bezeichnet. Die schweiz. Grossbanken operieren heute in kleineren Verhältnissen (bis ca. 10 Mio.) mit ihren eigenen, weitgehend standardisierten Term Sheets und Verträgen. Grössere Transaktionen werden eher individuell abgewickelt.

<sup>19</sup> Z.B. Darlehensaufnahme nur dann zulässig, wenn für den „Betrieb des Unternehmens“ notwendig.

Dieses Darlehen von Tochter- zur Muttergesellschaft (deshalb als „**Upstream Loan**“ bezeichnet) weist die grössten Probleme auf und ist dementsprechend selten in der Praxis anzutreffen: Nicht nur hat es die bereits erwähnten Kriterien zu erfüllen, sondern es ist in jedem Einzelfall ein zweiter „Zwecktest“ durchzuführen, nämlich, ob es im Interesse der übernommenen Gesellschaft liegt, dass sie in ein anderes Unternehmen eingegliedert wird bzw. das Aktionariat wechselt (wenn nicht, läge ein zweckwidriges Asset Stripping vor). Danach ist zu prüfen, ob das Darlehen gegen die aktienrechtlichen Entnahmenvorschriften verstösst (Verbot der Kapitalrückzahlung). Soweit Darlehen der übernommenen Gesellschaft aus dem geschützten Kapitalbereich (AK, PS, allgemeine Reserven, Reserven für eigene Aktien, Aufwertungsreserven und Agio<sup>20</sup>) finanziert werden, könnten sie als unzulässig qualifiziert werden, auf jeden Fall dann, wenn sie bezüglich Sicherheiten, Konditionen und Bonität dem Drittmannstest nicht standhalten (insbesondere, dass mit der Rückzahlung auf die Fälligkeit hin auch wirklich gerechnet werden kann). Mit anderen Worten wären also nur solche Upstream Loans risikofrei, die keinen geschützten Positionen auf der Passivseite entsprechen. Selbst dann müsste aber immer noch Art. 678 Abs. 2 OR (Verbot unzulässiger verdeckter Gewinnausschüttungen) eingehalten werden, was dann bejaht werden kann, wenn bezüglich der Konditionen das Drittmannsprinzip angewandt wurde. Als Letztes ist zu prüfen, ob das Darlehen ein verbotenes Klumpenrisiko darstellt, bei dem der VR für den daraus resultierenden Schaden haften könnte (Verantwortlichkeit). Ein Klumpenrisiko liegt vor, wenn das Darlehen als gefährdet und/oder die Höhe des Kredits im Verhältnis zu den anderen Aktiven unverantwortlich erscheint<sup>21</sup>.

Weil viele dieser dünnen Fäden reissen könnten, wird in der Praxis häufiger der Weg über die Auszahlung einer **ordentlichen Dividende** der übernommenen Gesellschaft an die MBO-Holding gewählt, womit dasselbe Resultat mit geringem Risiko erzielt werden kann.

### c) *Sicherheiten*

Die Verpfändung der Aktien der übernommenen Gesellschaft durch die MBO-Holding bietet grundsätzlich keine Schwierigkeiten; es sind die Vorschriften für die Pfandbestellung zu beachten.

Was die Verpfändung von Aktiven (Liegenschaften, Maschinen, Debitoren, etc.) oder von Upstream-Garantien der operativen Gesellschaften im Rahmen der Kaufpreisfinanzierung betrifft, liegt die Schwelle höher: Auch hier ist – wie bei den Darlehen – die Frage nach dem Einklang mit den guten Sitten und mit dem Gesellschaftszweck zu stellen. Sodann werden vom Verbot der Einlagerückgewähr gemäss Art. 680 OR auch Leistungen an Dritte erfasst, die wirtschaftlich einer Kapitalrückzahlung gleichkommen (i.c. wird die Schuld der MBO-Holding gegenüber der Bank gesichert). Wird dieses verletzt, läuft die Bank in Gefahr, dass sie die Sicherheiten in diesem Umfang nicht durchsetzen kann. Ist sodann aufgrund der Gesamtumstände zu schliessen, dass ein offensichtliches Missver-

---

<sup>20</sup> Wo die Grenzen verlaufen, ist kontrovers: Einig ist sich die Lehre, dass der Gewinnvortrag und die freien und stillen Reserven zum freien EK gehören bzw. das AK und PS zum gebundenen EK. Ob dies auch für die gesetzlichen Reserven (bei Holdinggesellschaften jedoch nur bis 20% des einbezahlten Kapitals) und für das Agio der Fall ist, ist umstritten. Vorsichtshalber muss man dies wohl bejahen.

<sup>21</sup> BGE 113 II 52 und ZR 1989 Nr. 65.

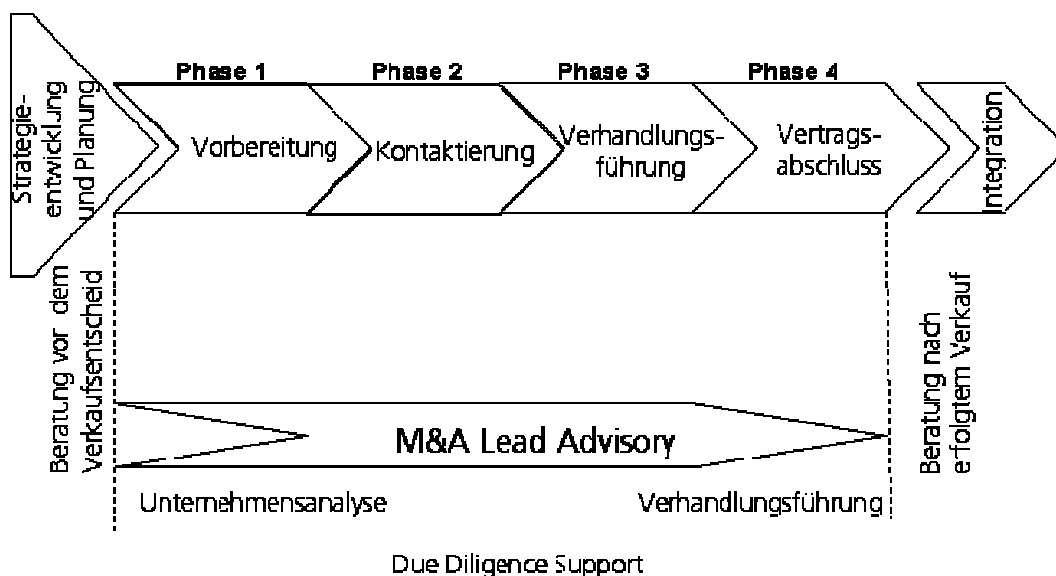
hältnis bei der Sicherstellung vorliegt, stellt diese Sicherstellung eine rückerstattungspflichtige Leistung im Sinne von Art. 678 Abs. 2 OR<sup>22</sup> dar.

Im Zusammenhang mit der Verwertung der Sicherheiten stellt sich schliesslich die Frage, ob nicht erneut die Generalversammlung zustimmen muss<sup>23</sup>, was für die Bank nicht einfach durchsetzbar und zeitaufwändig ist. Aus diesen Gründen wird – wie oben erwähnt – angestrebt, die MBO-Holding mit der übernommenen Gesellschaft im Rahmen eines Back-end-Mergers zu fusionieren, womit die Aktiven in derjenigen Gesellschaft sind, welche auch die Kredite erhält.

## 2.4 Der Verkauf an strategische oder Finanzinvestoren

Kommen weder familieninterne Nachfolger noch das Management in Betracht, bleibt oft nur der Verkauf an strategische oder – weniger häufig – an Finanzinvestoren (Venture Capitalists, Private Equity-Häuser) als Alternative. Wenn der Verkäufer den Prozess gut vorbereitet und durch qualifizierte Berater begleiten lässt, kann der Kaufpreis optimiert werden. Allerdings wird er nicht umhin kommen, umfangreiche Gewährleistungen und Garantien abzugeben und dafür – je nach Bonität – einen Teil des Kaufpreises auf einem Sperrkonto zu hinterlegen.

Der M&A-Prozess lässt sich sehr grob in folgende Phasen unterteilen, die sowohl psychologisch-verhandlungstaktische als auch rechtliche Fallstricke beinhalten.



Quelle: The Corporate Finance Group

<sup>22</sup> Der Gesamtumstände-Test ist weniger hoch als der Drittmannstest, denn letzterer dürfte bei MBO regelmässig nicht der Fall sein, während ersterer aufgrund der Vorteile in einer Gruppe oder eines neuen Aktionärs oft gegeben ist.

<sup>23</sup> Denn je nach gewährter Sicherheit (z.B. alle Aktien der operativen Gesellschaft) erhält die betroffene Gesellschaft eine materielle Zweckänderung, was einen GV-Beschluss voraussetzt.

a) *Vorbereitung und Kontaktierung*

In dieser ersten Phase gilt es, die Hausaufgaben zu machen, um im Transaktionsprozess nicht überrascht zu werden. Beispielsweise ist der Rechnungsabschluss nach betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten zu erstellen, womit sich Unterschiede zum handelsrechtlichen bzw. steuerlichen Abschluss ergeben. Je nach Komplexität und Alter des Unternehmens ist eine verkäuferseitige Unternehmensprüfung angezeigt, um eigene Schwachstellen zu kennen und diese gegenüber den potentiellen Käufern abzufedern (sog. Vendors Due Diligence).

Gleichzeitig sind die **strategischen Rahmenbedingungen** und das Marktumfeld für einen Verkauf zu analysieren, an das sich die **Kontaktaufnahme** mit möglichen Interessenten anschliesst. Erfolg versprechender als allgemeine Listen aus öffentlich zugänglichen Datenbanken ist in der Regel ein diskreter Kontakt mit einigen wenigen strategischen oder Finanzinteressenten.

Wer Interesse an einer näheren Prüfung signalisiert hat, muss eine **Geheimhaltungserklärung** unterzeichnen, damit er ein **Information Memorandum** erhält. Dieses Dokument kann je nach gewähltem Vorgehen und Adressaten mehr oder weniger ausführlich sein, sollte aber in jedem Fall eine Beschreibung über Markt, Konkurrenz, Erfolgsfaktoren und Strategie sowie Finanzkennzahlen des Unternehmens enthalten; denkbar ist auch eine Skizzierung der Transaktionsstruktur. Der Verkäufer wird versucht sein, das Unternehmen möglichst gut darzustellen; das ist zwar nicht grundsätzlich falsch, allerdings ist in rechtlicher Hinsicht darauf zu achten, dass die Unterlagen wahr, möglichst vollständig und nicht irreführend sind, denn es handelt sich regelmässig um einen Prospekt, der der gleichnamigen Haftung unterliegt<sup>24</sup>.

Anhand des Information Memorandums können die potentiellen Käufer regelmässig ihre **indikative Preisvorstellung** abgeben, aufgrund derer der Verkäufer entscheidet, wer in eine zweite Runde kommt und einen vertieften Unternehmenseinblick geniessen darf.

b) *Verhandlungsführung und Due Diligence*

In der Verhandlungsphase ist eine klare Strukturierung nötig, ohne Kreativität oder Flexibilität aufzugeben. Am Ende der Verhandlung steht – je nach Bindungswille und -wirkung – in der Regel der Abschluss einer Absichtserklärung (Letter of Intent) oder eines Vorvertrags (Term Sheet).

Gleichzeitig werden die Interessenten das Unternehmen im Rahmen der Due Diligence-Prüfung durchleuchten wollen. Verkäuferseitig ist der sog. Data room, in welchem die Unterlagen bereitgelegt werden, sorgfältig vorzubereiten und zu entscheiden, ob bestimmte, v.a. für strategische Käufer sensitive Dokumente bewusst noch zurückgehalten werden sollen, was allerdings auch die Gefahr des Scheiterns in letzter Minute erhöht. Am Schluss dieser Phase erfolgt die verbindliche Kaufofferte.

---

<sup>24</sup> OR 652a enthält die Minimalvorschriften des Prospekts; OR 752 lässt jeden haften, der bei der Prospekterstellung oder -verbreitung mitgewirkt hat, wenn der Prospekt unrichtige, irreführende oder gesetzeswidrige Informationen enthält.

### c) *Vertragsabschluss*

Gegen Ende der Verhandlungsphase kristallisiert sich meistens ein Wunschpartner heraus. Seitens der Käufer wird manchmal auch explizit **Verhandlungsexklusivität** in dieser Runde gefordert. Dies birgt für die Verkäufer die nicht zu unterschätzende Gefahr, dass die Verhandlungsposition geschwächt wird. Spätestens jetzt sollte der Vertragsentwurf vorgelegt werden, der regelmässig vom Verkäufer stammt.

In jedem Fall wird in den Schlussverhandlungen oft um jedes Detail in den Verträgen gekämpft – hier bedarf es einer Mischung aus Nervenstärke und Hartnäckigkeit. Für den bisherigen Eigentümer geht es insbesondere darum, seine **Haftung** sachlich, betragsmässig und zeitlich einzugrenzen. Vor dem Vertragsabschluss gilt es, die letzten steuerlichen und rechtlichen Hürden aus dem Weg zu räumen. Unter Umständen ist es angezeigt, die Unterzeichnung und den Vollzug der Transaktion später anzusetzen. So gewinnen die Parteien Zeit für die Einholung von Bewilligungen (in grösseren Verhältnissen v.a. die Fusionskontrolle) und die Bereitstellung des Kaufpreises.

Von grosser Bedeutung ist die **Kommunikation**: Nach Unterzeichnung (und bei einem sog. Asset-Deal schon vorher) müssen die Mitarbeiter bereits aufgrund des Mitwirkungsgesetzes einbezogen werden, doch auch psychologisch empfiehlt sich dies, ebenso wie die Information der Geschäftspartner und die Öffentlichkeit – ist eine börsenkotierte Gesellschaft betroffen, hat dies gleichzeitig zu geschehen (ad hoc-Publizität).

Für den Erfolg dieser Nachfolgelösung ist die an den Transaktionsprozess anschliessende **Integration** zentral: Noch immer scheitern bekanntlich rund die Hälfte aller Übernahmen und Fusionen, weshalb der Zusammenführung der verschiedenen Kulturen entscheidende Bedeutung zukommt.

## 2.5 Der Börsengang (IPO)

Als letzte und vergleichsweise seltene Nachfolgelösung ist der Börsengang zu erwähnen, der aus folgenden Gründen sinnvoll sein kann: Es lassen sich höhere Preise erzielen als bei den anderen Nachfolgelösungen, die Selbständigkeit des Unternehmens kann erhalten bleiben und trotzdem kann sich der Patron (zumindest teilweise) zurückziehen und dem Unternehmen kann neues Kapital zugeführt werden (z.B. in Fällen, in welchen eine Fremdfinanzierung aufgrund des hohen Verschuldungsgrads schwierig ist).

Dennoch: Ein Börsengang ist ein einmaliges, zeitraubendes und kostspieliges Ereignis, das gut geplant sein muss. Auch was die Aufrechterhaltung der Kotierung betrifft, sind die Kosten und die Erwartungshaltungen von Aktionären, Analysten und der Finanzpresse hoch, sodass gerade für KMU die Vorteile einer solchen Lösung nicht auf der Hand liegen. Für den Patron mag es verlockend sein, sein Lebenswerk dem Publikum zu öffnen und in der Regel sehr viel Geld dafür zu lösen, für die Nachfolger bzw. für das Management kann es zur Belastung werden.

Aus rechtlicher Sicht sind insbesondere die folgenden Herausforderungen in Bezug auf ein Initial Public Offering (IPO) anzunehmen:

a) *Anpassung der Unternehmensstrukturen*

Das Unternehmen muss für die Börseneinführung die Anforderungen der SWX Swiss Exchange erfüllen<sup>25</sup>, insbesondere seine **Rechnungslegung** auf IFRS oder US GAAP umstellen (nur für die BX Berne Exchange und das Local Caps Segment der SWX Swiss Exchange genügen noch FER) und für die letzten drei Jahre sog. Restatements vorlegen.

Gleichzeitig ist eine **Holdingsstruktur** aufzubauen, damit nicht das operative Unternehmen kotiert werden muss, sondern seine Muttergesellschaft, was einen gewissen Schutz bietet (z.B. sind die Ergebnisse konsolidiert zu publizieren).

Die **Kapitalstruktur** ist kapitalmarktfähig zu gestalten, d.h. das Eigenkapital ist allenfalls auf die Minimalgrösse von CHF 25 Mio. (für das Hauptsegment) zu erhöhen, die Stückelung und der Nennwert müssen zu einer genügenden Anzahl Aktien und zu einer ausreichenden Publikumsstreuung (mind. 25% Free Float) führen, die Art der Aktien muss unter Berücksichtigung der konkreten Umstände allenfalls angepasst werden (der Kapitalmarkt zieht Einheitsaktien ohne Vinkulierungsbestimmungen, Stimmrechtsaktien und Eintragungsbeschränkungen vor; für die Gesellschaft sind Namenaktien, welche eine direkte Kommunikation mit den Aktionären gewährleisten, anonymen Inhaberaktien vorzuziehen) und es ist u.U. ein bedingtes (z.B. für Mitarbeiterbeteiligung) und ein genehmigtes (z.B. für eine geplante Akquisition) Aktienkapital zu schaffen.

Schliesslich sind die Statuten und das Organisationsreglement anzupassen, einerseits um formelle Änderungen betreffend börsenmässiger Übertragung von Aktien und Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote (Opting up / out) aufzunehmen, aber auch um die Führung und Aufsicht im Sinne des Standards für börsenkotierte Unternehmen, der SWX-Richtlinie und dem Swiss Code of Best Practice for **Corporate Governance**, Rechnung zu tragen (VR und Geschäftsleitungskompetenzen). Nicht vergessen werden dürfen die Bestimmungen über die Abwehr von feindlichen Übernahmen (Vinkulierungen, Stimmrechtsbeschränkungen, qualifizierte Mehrheiten), was einer sorgfältigen Abwägung der Interessen bedarf.

b) *Vorbereitung des Börsengangs*

Die Vorbereitung des Börsengangs ist ein zentraler Vorgang, denn das Unternehmen begibt sich in eine Zwangsgemeinschaft mit einer **Investmentbank**. Deren Auswahl ist deshalb eine heikle Angelegenheit, bei der man sich nicht vorab durch bestehende Verbindungen, sondern durch sachliche Kriterien leiten lassen sollte (die Honorare sind dabei nur ein Kriterium, ebenso wichtig ist der Track Record, die Verankerung in einem für die Gesellschaft wichtigen Markt, aber auch weiche Kriterien, wie z.B. ob die Chemie mit dem Team stimmt usw.). Sowohl für die Auswahl der Bank als auch für diejenigen der anderen Berater (PR-Agentur, Rechtsanwälte, Auditor) ist normalerweise ein sog. **Beauty Contest** durchzuführen, bei dem sich verschiedene Berater präsentieren.

---

<sup>25</sup> Zu den Kotierungsanforderungen: [www.swx.com](http://www.swx.com)

In jedem Fall sollte der Unternehmer versuchen, wichtige Entscheide (z.B. Anteil der Aktien, welche der bisherige Eigentümer in den IPO verkaufen kann, Lock ups, Art der Übernahme etc.) vor dem Abschluss des Mandatsvertrags mit der federführenden Bank zu regeln – die Verhandlungsposition ist viel stärker als dann, wenn das Thema aktuell wird, kurz vor dem Börsengang.

Danach wird eine insbesondere für das Management sehr arbeitsintensive Zeit von 4 bis 8 Monate beginnen, in welcher die Vorbereitungen in verschiedenen Teams getroffen werden: Einerseits wird eine gründliche finanzielle, unternehmerische, rechtliche und steuerliche Due Diligence des Unternehmens durchgeführt, praktisch gleichzeitig wird mit der Redaktion eines ausführlichen **Emissions- und Kotierungsprospekts** inkl. der Finanzkennzahlen begonnen, was mehrere Wochen in Anspruch nimmt und komplizierte rechtliche und bilanztechnische Fragen aufwirft. Zu denken ist etwa an ausländische Vorschriften, wenn Nicht-Schweizer die zu emittierenden Titel erwerben wollen (insbesondere die USA bieten regelmässig Schwierigkeiten), an unternehmerische, branchen- und volkswirtschaftsbezogene Risiken, die offen gelegt werden müssen und an eine kohärente und umfassende Beschreibung der Unternehmenstätigkeit<sup>26</sup>. Auch Prospektformulierungen werden zunehmend standardisiert und sind vor allem deshalb sehr präzise auszugestalten, weil der Prospekt die Grundlage für die Haftung der involvierten Banken, Berater und des Unternehmens darstellt. Im Hinblick darauf haben die involvierten Berater der federführenden Bank sog. Disclosure und Legal Opinions abzugeben, das Management muss ein Officer's Certificate ausstellen.

Parallel dazu beginnt ein Team die Präsentation für die sog. Road show zu erarbeiten, auf der das Unternehmen potentiellen Anlegern (v.a. institutionelle Fondsmanager) vorgestellt wird – alles unter Einbezug und Mitarbeit des Managements, das gleichzeitig das Tagesgeschäft weiterführen muss.

#### c) *Durchführung des Börsengangs*

Nach intensiven Vorbereitungen und Präsentationen des Unternehmens im In- und oft auch im Ausland, Genehmigung des Prospekts durch die Börse und Veröffentlichung des Kotierungsinserts übernehmen die Syndikatsbanken die neu auszugebenden Aktien entweder fest (sog. **Festübernahme**), um sie alsdann bei den Kunden zu platzieren, oder führen ein **Bookbuilding-Verfahren** durch. Normalerweise am Abend vor dem angekündigten IPO wird definitiv darüber entschieden, ob er stattfindet und zu welchem Preis; haben sich Banken und Unternehmen bzw. Hauptaktionäre geeinigt, findet anschliessend die Unterzeichnung zahlreicher Dokumente statt, damit am nächsten Morgen der mit Spannung erwartete Moment reibungslos über die Bühne gehen kann.

---

<sup>26</sup> Form und minimaler Inhalt des Prospekts werden wesentlich durch das Schema A des Kotierungsreglements der SWX Swiss Exchange vorgegeben.