

Carsten Stolz/Marco Gehrig

UNTERNEHMENS- FINANZIERUNG II

Fremdfinanzierung,
besondere Finanzierungsanlässe
und Unternehmensbewertung

Kohlhammer

Kohlhammer

Carsten Stolz/Marco Gehrig

Unternehmensfinanzierung II

Fremdfinanzierung, besondere
Finanzierungsanlässe und
Unternehmensbewertung

Verlag W. Kohlhammer

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechts ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die 14., überarbeitete Auflage dieses Werks ist zuletzt 2015 unter dem Titel »Unternehmensfinanzierung 2. Langfristige Fremdfinanzierung, Besondere Finanzierungsanlässe, Unternehmensbewertung« im Verlag SKV erschienen.

1. Auflage 2024

Alle Rechte vorbehalten

© W. Kohlhammer GmbH, Stuttgart

Gesamtherstellung: W. Kohlhammer GmbH, Stuttgart

Print:

ISBN 978-3-17-044459-1

E-Book-Formate:

pdf: ISBN 978-3-17-044460-7

epub: ISBN 978-3-17-044461-4

Für den Inhalt abgedruckter oder verlinkter Websites ist ausschließlich der jeweilige Betreiber verantwortlich. Die W. Kohlhammer GmbH hat keinen Einfluss auf die verknüpften Seiten und übernimmt hierfür keinerlei Haftung.

Vorwort

Dieses Lehrbuch gibt einen systematischen und umfassenden Überblick über die Formen und Instrumente der Unternehmungsfinanzierung. Es baut auf dem ersten Band (Unternehmensfinanzierung I) auf, welcher die Grundlagen und Eigenkapitalbeschaffung behandelt. Die stetig wachsende Regelungsdichte und damit verbunden die Änderung der rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen sowie eine Vielzahl von Neuerungen bei den Finanzierungsinstrumenten führen zu einer stets ansteigenden Stofffülle. Deshalb drängte sich eine Aufteilung auf zwei Bände auf. Die beiden Bände bilden eine Einheit, sind aber auch in sich geschlossene Darstellungen.

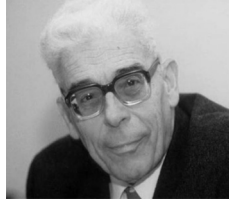
Der erste Band behandelt das Grundwissen und die im üblichen Geschäftsverlauf zu treffenden Finanzierungsentscheidungen mit Schwergewicht auf der Aktiengesellschaft. Mittelgrosse und grosse Unternehmungen haben bei besonderen Anlässen komplexe Finanzierungsprobleme zu lösen. Die Bereitstellung von kurzfristigem und langfristigem Fremdkapital in den verschiedenen Formen und entsprechenden Finanzierungssurrogaten, bei Nachfolgeregelungen, Umstrukturierungen, Unternehmenszusammenschlüssen, Sanierungen und letztlich auch der Liquidation sind in diesem Band dargestellt. Mit den Finanzierungsfragen bei besonderen Anlässen sind die Probleme der Unternehmensbewertung eng verbunden. Auch werden neuere Themen wie die Liegenschaftsbewertungen, Crowdfunding und nachhaltige Finanzierung in den Grundzügen behandelt. Auch dieses Gebiet wird deshalb praxisnah und unter Berücksichtigung der oft nicht beachteten Standesregeln und Gerichtspraxis behandelt.

Bei den besonderen Finanzierungsanlässen wirken sich die unterschiedlichen Bestimmungen der nationalen Rechtsordnung besonders ausgeprägt aus, weshalb die ausländische Fachliteratur zwar aus der Sicht der Theorie, nicht aber aus der Sicht der schweizerischen Praxis verwendet wird. Wie im ersten Band werden die Finanzierungsprobleme von multinationalen Grosskonzernen und von Finanzdienstleistungsunternehmen nicht behandelt.

Bei den steuerlichen Problemen wurden nur die eidgenössischen Abgaben berücksichtigt (Stand Dezember 2023). Die Gesetzgebung und die Steuerpraxis sind jedoch laufend Änderungen unterworfen, weshalb es empfehlenswert ist, bei schwierigen Finanzierungsvorgängen die steuerlichen Folgen zum Voraus bei den zuständigen Steuerbehörden abzuklären (Tax Rulings). Wir haben uns bemüht, trotz wissenschaftlicher Genauigkeit die Praxisnähe und leichtfassliche Darstellung der wichtigsten Finanzierungsvorgänge beizubehalten und diese nicht nur mit

theoretischen Beispielen, sondern als besonderes Merkmal durch zahlreiche Hinweise und Fallstudien aus der schweizerischen Praxis zu veranschaulichen.

Ein Andenken und Dank an Prof. Dr. Max Boemle



Prof. Dr. oec. Max Boemle hat in vierzehn Auflagen die Bände I und II zur Unternehmensfinanzierung geprägt. In seinen Veröffentlichungen teilte er sein Wissen und seine Erfahrung und leistete einen nachhaltigen Beitrag zur Lehre und Wissensvermittlung auf dem Gebiet der Unternehmensfinanzierung. Als Zeichen der Anerkennung und des tiefen Dankes werden mit den beiden neuen Bänden Unternehmensfinanzierung I und Unternehmensfinanzierung II die Werke in seinem Sinne fortgeführt.

Basel/St. Gallen, im Mai 2024

Carsten Stolz
Marco Gehrig

Ausgewählte Literatur

Die nachfolgende Literaturübersicht dient der Orientierung. Die verwendete Literatur ist mit Verweisen direkt im Lehrbuch aufgeführt worden.

Fachstandards

IDW S 1: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (Düsseldorf 2008).
Treuhand-Kammer: Unternehmensbewertung, Richtlinien und Grundsätze für die Bewerter (Zürich, 2008).
ExpertSuisse, Fachmitteilung Unternehmensbewertung, (Zürich, 2022).
IDW S 8: Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (Düsseldorf 2011).

Ausgewählte neuere Literatur

Es sind jeweils die verwendeten Zeitschriften und Sammelwerke an den relevanten Stellen im Buch zitiert worden.

Ein umfassendes Verzeichnis der Fachliteratur zur Unternehmensfinanzierung enthält Volkart (Corporate Finance, Zürich 2011 bzw. die neuere Auflage Volkart/Wagner 2018).

Teil Langfristige Fremdfinanzierung

Bürer, Ch.: Contingent Capital (Zürich 2010).
Glanzmann, L.: Der Darlehensvertrag mit einer Aktiengesellschaft aus gesellschaftsrechtlicher Sicht (St. Gallen 1996).
Jaussi, Th./Pfirter, M./Ghielmetti, C.: Fremdfinanzierung im schweizerischen Unternehmenssteuerrecht, Band 13 (Muri bei Bern 2010).
Kolb, P.: Kapitalbeschaffung mittels Wandelanleihen (Bern 2005).

Teil Besondere Finanzierungsanlässe

Altenburger P./Calderan, M./Lederer, W.: Schweizerisches Umstrukturierungsrecht (Zürich 2004).
Baker & McKenzie (Hrsg.): Fusionsgesetz (Bern 2003).
Ballwieser, W./Beyer, S./Zelger, H.J.: Unternehmenskauf nach IFRS und US-GAAP (Stuttgart 2008).
Binder, P. M.: Mergers & Acquisitions in der Praxis (Zürich 2006).
Bournet, G.: Börsengang mittels Reverse Takeover (Bern 2004).
Buchi, R.: Spin-off (Bern 2001).
Candreia, Ph.: Konzerne als marktbeherrschende Unternehmen nach Art. 7 KG (Zürich 2007).

- Credit Suisse: Unternehmensnachfolge (Zürich 2010).
- Druey, J. N./Druey Just, E./Glanzmann, L.: Gesellschafts- und Handelsrecht (Zürich 2010).
- Engelhardt, J./Gantenbein, P.: Venture Capital in Switzerland (Bern et al. 2010).
- Eulerich, M.: Strategische Planung – M&A-Risikomanagement – Praxiswissen (Frankfurt am Main 2009).
- Faulhaber, P.: Turnaround-Management in der Praxis (Frankfurt 2009).
- Fopp, L.: Herausforderung Unternehmensnachfolge (Zürich 2004).
- Gericke, D. (Hrsg.): Private Equity: Verträge und Rechtsfragen bei Venture Capital (Zürich 2011).
- Gericke, D./Wiedmer, K.: Kommentar Übernahmeverordnung UEV (Zürich 2011).
- Glanzmann, L.: Umstrukturierung (Bern 2008).
- Halter, F./Schroder, R. (Hrsg.): Unternehmensnachfolge in der Theorie und Praxis (Bern, 2010).
- Hasler, D.: Die Umwandlung von Personengesellschaften in Kapitalgesellschaften nach dem Fusionsgesetz (Bern 2007).
- Heinzmann, M.: Die Herabsetzung des Aktienkapitals (Zürich 2004).
- Hess, M./Jakob, R./Zern, B.: (Hrsg.) Leasing (Zürich 2008).
- Hohn, J./Lang, Ch./Roelli, S.: Öffentliche Übernahmen (Basel 2011).
- Hongler, P.: Hybride Finanzierungsinstrumente im nationalen und internationalen Steuerrecht der Schweiz (Basel 2012).
- Hurni, Ch.: Die Vermögensübertragung im Spannungsfeld zwischen Vermögens- und Unternehmensrecht (Bern 2007).
- Koblin, C.: Wertsteigernde Konzernstrukturen (Freiburg 2002).
- Koller, A.: Leasingrecht, ausgewählte Fragen (Bern 2007).
- Krebs, A./Studer, T.: Management Buyout – Probleme, Lösungen, Erfahrungen (Chur 1998).
- Leupin, U.: Turnaround von Unternehmen (Bern et al. 1998).
- Linder, Th./Jau, M.: Handbuch zu Umstrukturierungen im Steuerrecht (Muri 2005), S. 90 ff.
- Lütolf, Ph.: Aktienrückkäufe in der Schweiz (Luzern 2005).
- Meier-Mazzucato, G.: Entgeltliche Unternehmensnachfolge von KMU mit Schwerpunkt steuerliche Aspekte (Bern 2009).
- Müller Tiberini, F.: Erben in Familienunternehmen: die Unternehmensnachfolge konfliktfrei regeln (Zürich 2008).
- Müller-Ganz, J.: Turnaround – Restrukturierung und Sanierung von Unternehmen (Zürich 2004).
- Müller-Ganz, J.: Turnaround – Restrukturierung und Sanierung von Unternehmen (Zürich 2019, 2. Auflage).
- Müller-Känel, O.: Mezzanine Finance (Bern et al. 2004).
- Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A.: Mergers & Acquisitions (Stuttgart 2010).
- Oertle, M. et al. (Hrsg.): M&A Recht und Wirtschaft in der Praxis (Zürich 2010).
- Renn, Ch.: Einsatz und Offenlegung von Derivaten bei Unternehmensübernahmen (Zürich 2010).
- Roberto, V.: (Hrsg.): Sanierung der AG (Zürich 2003).
- Ruppen, D. A.: Corporate Governance bei Venture-Capital-finanzierten Unternehmen (Wiesbaden 2002).
- Schalcher, F.: Die Sanierung von Kapitalgesellschaften im schweizerischen Steuerrecht (Bern et al. 2008).
- Schenker, U.: Schweizerisches Übernahmerecht (Bern 2009).
- Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen (Baker & McKenzie, Zürich 2008).
- Schenker, U.: Rechtliche und steuerliche Aspekte beim Unternehmenskauf (Baker & McKenzie, Zürich 2011).
- Schmid, M.: Vermögensübertragungen im schweizerischen Konzern und ihre gewinnsteuerrechtlichen Folgen (St. Gallen 2005).
- Simonek, M. et al.: Unternehmensrecht II: Nachfolge und Umstrukturierung (Zürich 2009).
- Sprecher, Th. (Hrsg.): Sanierung und Insolvenz von Unternehmen (Zürich 2011).
- Trachsel, A. C.: Leasing, Publikation der Swiss Banking School (Bern 1996).

- Trezzini, L.: Finanzierungsstrukturierung im Venture Capital (Bern et al. 2005).
Tschani, R./Iffl and, J./Diem, H. J.: Öffentliche Kaufangebote (Zürich 2011).
Tschani, R.: M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht (Zürich 2003).
Tschani, R. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions, Bd. 1 (1998) bis Bd. 12 (2010).
UBS outlook: Nachfolge im Unternehmen (Zürich 2010).
Von Ah, J.: Die Kapitalherabsetzung von Publikumsgesellschaften (Zürich 2001).
Von der Crone, H. C. et al.: Das Fusionsgesetz (Zürich 2004), S. 313 ff.
Weber, B./Siegert, Th./Gomez, P.: Firmen kaufen und verkaufen: M&A-Leitfaden (Zürich 2007).
Wehrli-Ducaud, J.: Steueroptimierte Konzernfinanzierung eines multinationalen Unternehmens mittels Cash-Pooling (Basel 2011).
Welti, A.: Aktienrückkauf (Zürich 2001).
Wipfli, C.: Unternehmensbewertung im Venture Capital-Geschäft (Bern et al. 2001).
Wirtz, B. W.: Mergers & Acquisitions Management. Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen (Wiesbaden 2003).
Wunsch, Th.: Tracking Stocks – Geschäftsbereichsbezogene Gewinnbeteiligungen bei Aktiengesellschaften (Frankfurt et al. 2002).

Teil Unternehmensbewertung

- Böckli P.: Schweizer Aktienrecht (Zürich, 2022).
Copeland, T./Koller, T./Murrin, J.: Valuation (New York 2005).
Hauser, M./Turnes, E.: Unternehmensbewertung und Aktienanalyse (Zürich 2021, 4. Auflage).
Helbling, C.: Unternehmensbewertung und Steuern (Düsseldorf 1998).
Helbling, C.: Unternehmensbewertungs-, Rechnungslegungs- und Pensionskassen-Themen (Zürich 2010).
Loderer, C./Walchli, U.: Handbuch der Bewertung, Band 2: Unternehmen (Zürich 2010, 5. Auflage).
Peemöller, V. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung (Herne 2009).
Schon, E.: Unternehmensbewertung im Gesellschafts-Vertragsrecht (Zürich 2000).
Schönefelder, L.: Unternehmensbewertungen im Rahmen von Fairness Opinions (Bern et al. 2008).
Superina, M.: Praxis der Discounted Cash Flow-Bewertungsmethode in der Schweiz (Bern et al. 2000).
Volkart, R.: Unternehmensbewertung und Akquisitionen (Zürich 2010).

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
Ausgewählte Literatur	7
1 Überblick über die Fremdfinanzierung	19
2 Kurzfristige Fremdfinanzierung	21
2.1 Lieferantenkredite	21
2.2 Anzahlungen von Kunden	22
2.3 Bankkredite	24
2.3.1 Kontokorrentkredite	24
2.3.2 Darlehen und fester Vorschuss	33
2.3.3 Wechselkredit	33
2.3.4 Kautionskredit	35
2.3.5 Geldmarktbuchforderungen und Commercial Papers ..	35
3 Überblick über die langfristige Fremdfinanzierung	36
4 Mittel- und langfristige Fremdfinanzierung	39
4.1 Darlehen	39
4.1.1 Begriffe	39
4.1.2 Besondere Formen	41
4.2 Aktionärsdarlehen als Sonderfall	43
4.3 Einlagekonten des Personals	47
4.4 Notes	48
4.5 Hypothekendarlehen	49
4.6 Darlehen der unternehmenseigenen Vorsorgeeinrichtung	50
4.7 Mittel- und langfristige Exportfinanzierung	52
5 Obligationsanleihen	54
5.1 Rechtliche Grundbegriffe	54
5.2 Wirtschaftliche Grundbegriffe	55
5.3 Emission und Platzierung von Obligationsanleihen	56
5.4 Verzinsung von Obligationsanleihen	62
5.5 Laufzeit und Rückzahlung	67

5.6	Besicherung von Obligationsanleihen	71
5.7	Preisbildung und Bewertung von Obligationsanleihen.....	75
5.8	Sonderformen der Obligationsanleihen	81
5.8.1	Anleihen mit Währungsklauseln	81
5.8.2	Gewinnberechtigte Obligationen.....	82
5.8.3	Income Bonds	82
5.8.4	Indexanleihen.....	82
5.8.5	Funding und PIK-Anleihen	84
5.8.6	Nachrangige Anleihen	85
5.8.7	Asset Backed Securities	85
5.9	Kosten der Anleihe.....	86
6	Wandelanleihe.....	88
6.1	Begriff und Bedeutung für Unternehmen und Investoren	88
6.2	Arten von Wandelanleihen.....	91
6.2.1	Subordinated Convertible Bond.....	91
6.2.2	Zero Coupon Convertible Bond	92
6.2.3	Mandatory Convertible Securities.....	92
6.2.4	Pre IPO Convertibles	93
6.2.5	Resettable Convertibles	94
6.3	Besondere Bedingungen und Kennzahlen von Wandelanleihen	95
6.3.1	Wandelpreis und Wandelverhältnis	96
6.3.2	Wandelfrist und Rückzahlungsklauseln.....	98
6.3.3	Verwässerungsschutz	99
6.3.4	Bereitstellung Konversionsaktien	102
7	Crowdlending.....	103
8	Nachhaltige Finanzierung	107
9	Leasing	109
9.1	Begriff und Formen des Leasings	109
9.2	Sonderformen des Leasings	111
9.3	Abwicklung eines Finanzierungsleasings	113
9.4	Vor- und Nachteile des Finanzierungsleasings.....	114
9.5	Behandlung des Leasings im Jahresabschluss	117
9.6	Bewertung des Leasings	119
10	Mezzanine-Finanzierung.....	121
10.1	Begriff.....	121
10.2	Kapitalmarktorientierte Mezzanine-Finanzierung.....	122
10.3	Private Mezzanine-Finanzierung	123
10.4	Vor- und Nachteile der Mezzanine-Finanzierung	124

11	Venture-Capital-Finanzierungen	127
11.1	Begriff und rechtliche Gestaltung	127
11.2	Prozesse der Venture-Capital-Finanzierungen	128
11.3	Finanzierungsphasen	130
11.4	Desinvestitionen von Venture-Capital-Finanzierungen	131
12	Unternehmensnachfolge	134
12.1	Nachfolgeregelung als Führungsaufgabe	134
12.2	Optionen der Nachfolgetransaktion	138
12.2.1	Familieninterne Unternehmensnachfolge	138
12.2.2	Familieninterne Geschäftsführungsnachfolge	140
12.2.3	Fremdmanagement mit Familienkontrolle	140
12.2.4	Verkauf an Dritte	140
12.2.5	Unternehmensstiftung	142
12.2.6	Fusion	142
12.3	Fallbeispiel: Nachfolgeregelung der EMS-Chemie	142
12.3.1	Phase 1: Nachfolgeregelung MBO	143
12.3.2	Phase 2: Familieninterne Unternehmensnachfolge	145
13	Management-Buy-out	149
13.1	Begriff und Erscheinungsformen	150
13.1.1	Share Deal	150
13.1.2	Asset Deal	153
13.2	Akquisitionsstrukturen eines MBO	153
13.3	Abwicklung eines MBO	154
13.4	MBO-Fallstudie	157
14	Umstrukturierungen	163
14.1	Formen und Bedeutung	163
14.2	Umwandlung	164
14.2.1	Begriff und Erscheinungsformen	164
14.2.2	Verfahrensablauf	165
14.2.3	Steuerrechtliche Aspekte	166
14.3	Vermögensübertragung	168
14.4	Spaltung	169
14.4.1	Arten der Spaltung	169
14.4.2	Verfahrensablauf	170
14.4.3	Steuerrechtliche Aspekte	172
14.5	Konzerninterne Übertragung	173
14.6	Andere Formen der Desinvestition	173
14.6.1	Begriff und Arten	173
14.6.2	Desinvestition durch Sell-Off (Trade Sale)	174
14.6.3	Desinvestition durch Equity Carve-out	176
14.6.4	Desinvestition durch Spin-off	176

	14.6.5	Desinvestition durch Ausgliederung	180
	14.7	Targeted oder Tracking Stocks	181
15		Unternehmensverbindungen	183
	15.1	Bedeutung und Arten von Unternehmensverbindungen.....	183
	15.2	Arten von Unternehmensverbindungen.....	184
	15.2.1	Motive.....	185
	15.2.2	Effizienz von M&A-Aktivitäten	187
	15.3	Unternehmensverbindungen aus vertraglicher Grundlage.....	190
	15.4	Unternehmensverbindungen aus Beteiligungserwerb (Akquisition).....	193
	15.4.1	Begriff und Wesen.....	193
	15.4.2	Akquisitionsprozess.....	196
	15.4.3	Finanzierung der Akquisition.....	205
	15.4.4	Integration der Zielgesellschaft (Post Merger Management)	206
	15.4.5	Beteiligungserwerb von börsenkotierten Gesellschaften	207
	15.4.5.1	Der Markt für Unternehmenskontrolle	207
	15.4.5.2	Meldepflichten bei Erwerb und Veräusserung von Beteiligungen.....	209
	15.4.5.3	Vorschriften für öffentliche Übernahme- angebote.....	209
	15.4.5.4	Ablauf eines öffentlichen Übernahmeangebots.	213
	15.4.6	Übernahme einer inaktiven Gesellschaft (Reserve Takeover).....	216
	15.4.7	Besondere Aspekte von feindseligen Unternehmens- übernahmen	217
	15.5	Verbindungen durch käufliche Übernahme von Aktiven und Passiven.....	225
	15.6	Beteiligung an Gemeinschaftsunternehmen (Joint Venture).....	227
	15.7	Verbindungen durch Bildung einer Zwillingsgesellschaft.....	229
	15.8	Quasifusion	230
	15.9	Volkswirtschaftliche Aspekte.....	232
	15.10	Der Konzern als Unternehmensverbindung	234
	15.10.1	Begriff und Wesen des Konzerns.....	234
	15.10.2	Gestaltung der Konzernspitze	238
	15.10.3	Gestaltung der Konzernfinanzierung	244
	15.10.4	Rechnungslegung für Konzerne.....	250
16		Fusion	253
	16.1	Begriffe und Arten	253
	16.2	Finanzielle Aspekte der Fusion	257
	16.2.1	Bewertung	257
	16.2.2	Umtauschverhältnis	259

16.2.3	Kapitalerhöhung.....	264
16.3	Rechtliche Aspekte	267
16.3.1	Verhandlungen und Abschluss des Fusionsvertrages... ..	267
16.3.2	Fusionsbericht und Fusionsprüfung	268
16.3.3	Einsichtsverfahren	268
16.3.4	Fusionsbeschluss und -vollzug	268
16.4	Erleichterte Fusionsverfahren	269
16.5	Schutzbestimmungen	269
16.6	Rechnungslegung für Fusionen	270
16.7	Steuerrechtliche Aspekte der Fusion	272
16.8	Praxisbeispiel einer Absorptionsfusion	273
17	Going Private	278
17.1	Begriffe und Gründe	278
17.2	Abwicklung	279
18	Sanierung	281
18.1	Begriffliche Grundlagen.....	281
18.2	Krisensymptome und -ursachen	288
18.3	Vorgehen bei einer Sanierung.....	291
18.4	Sanierungsplan als Voraussetzung für eine Sanierung.....	295
18.5	Sanierung durch die Veränderung des Eigenkapitals	295
18.5.1	Rechtliche Aspekte.....	295
18.5.2	Herabsetzung des Aktienkapitals zum Ausgleich des Verlustes	299
18.5.3	Verfahren der Kapitalherabsetzung	302
18.6	Sanierung mit Zuführung von neuem Eigenkapital.....	302
18.7	Sanierung durch die Veränderung des Fremdkapitals	307
18.7.1	Rechtliche Grundlagen	307
18.7.2	Aussergerichtlicher Nachlassvertrag.....	308
18.7.3	Gerichtlicher Nachlassvertrag.....	309
18.7.4	Gläubigergemeinschaft bei Anlehensobligationen	315
18.7.5	Erleichterung der Zinsenlast.....	316
18.7.6	Stundung und Teilverzicht	317
18.7.7	Umwandlung von kurzfristigem in langfristiges Fremdkapital	318
18.7.8	Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital.....	318
18.7.9	Befriedigung von Gläubigern durch Übertragung von Aktiven zur Schuldentilgung	320
18.7.10	Sanierung durch Forderungsverzicht	320
18.7.11	Sanierungsgenusschein und Besserungsschein	321
18.8	Liquiditäts- und Ertragsoptimierung	323
18.9	Sanierungsfusion	324
18.10	Steuerrechtliche Aspekte der Sanierung.....	326

	18.10.1 Grundlagen	326
	18.10.2 Direkte Steuern	327
	18.10.3 Emissionsabgabe	328
	18.10.4 Verrechnungssteuer	328
18.11	Rolle der kreditgebenden Bank in der Sanierung	328
18.12	Aufwertung von Beteiligungen und Liegenschaften	329
18.13	Praxisbeispiele	330
	18.13.1 Nachlassverfahren	330
	18.13.2 Going-Concern-Sanierung eines Industriekonzerns	332
19	Teilrückzahlung des Eigenkapitals	337
19.1	Ursachen und Auswirkungen von Eigenkapitalrückzahlungen..	337
19.2	Motive	338
19.3	Wirkung von Eigenkapitalrückzahlungen.....	340
19.4	Formen.....	342
	19.4.1 Nennwertrückzahlung	342
	19.4.2 Kapitaleinlagerückzahlung	342
	19.4.3 Öffentliches Rückkaufangebot	343
	19.4.4 Rückkauf über die zweite Handelslinie	344
	19.4.5 Freihändiger Rückkauf an der Börse	345
	19.4.6 Rückkaufsofferte an einzelne Aktionäre	347
	19.4.7 Aktienrückkauf via Put-Option	348
19.5	Aktienrechtliche Verfahrensvorschriften.....	349
19.6	Börsenrechtliche Vorschriften	350
19.7	Steuerrechtliche Vorschriften.....	351
19.8	Vorschriften der Rechnungslegung	352
20	Liquidation	355
20.1	Grundlagen	355
20.2	Aktienrechtliches Verfahren	357
20.3	Mantelhandel als Sonderfall der Liquidation	359
20.4	Steuerrechtliche Grundlagen.....	361
21	Unternehmensbewertung	363
21.1	Gegenstand der Bewertung, Wert und Preis	363
21.2	Grundsätze ordnungsgemässer Unternehmensbewertung	365
21.3	Anlässe der Bewertung	366
21.4	Funktionen des Unternehmenswertes.....	367
21.5	Bewertungsstichtag	367
21.6	Unternehmensanalyse	368
	21.6.1 Analyse der Vergangenheitsergebnisse	368
	21.6.2 Analyse der Unternehmensplanung und Finanzplan....	369
21.7	Begriff des Unternehmenswerts	370
21.8	Bewertungselemente	371

21.8.1	Erfolg	371
21.8.2	Kapitalisierungszinssatz	372
21.8.3	Finanzierungsverhältnis	373
21.8.4	Unternehmenssubstanz	373
21.8.5	Steuern	373
21.9	Equity und Entity Approach	374
22	Überblick über die Unternehmensbewertungsmethoden	377
22.1	Gewinnbasierte Ertragsmethoden	379
22.1.1	Reine Ertragsmethode	379
22.1.2	Economic Value Added-Methode	379
22.2	Cashflow-basierte Ertragswertmethoden	380
22.2.1	Discounted Cashflow-Methode	380
22.2.2	Adjusted-Present-Value-Methode (APV-Methode)	384
22.2.3	Flow-to-Equity-Methode	385
22.2.4	Dividendendiscount-Methode	385
22.3	Vergleichsmethoden (Comparative Company Approach)	386
22.3.1	Marktwertmethode	386
22.3.2	Transaktionsvergleiche	387
22.3.3	Multiplikatorenmethode	387
22.4	Substanzwertmethode	388
22.4.1	Fortführungswerte (Reproduktionswerte)	389
22.4.2	Liquidationswerte (Break-Up-Value)	390
22.5	Mischmethoden	390
22.5.1	Mittelwertmethode	390
22.5.2	Übergewinnmethode	391
22.5.3	Goodwillrentendauermethode	392
22.6	Übrige Praktikermethoden	392
22.7	Berufliche Vorsorge und Unternehmensbewertung	392
22.8	Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens	393
22.9	Steuerrechtliche Überlegungen	393
22.10	Unternehmensbewertung und Purchase Price Allocation	394
22.11	Sensitivitätsanalyse	396
22.12	Bewertung von nicht rentablen Unternehmen	397
22.13	Unternehmensbewertung von Konzernen	398
22.14	Methodenvergleiche und Grenzen der Aussagekraft	398
22.15	Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht	400
22.16	Unternehmensbewertung und Kaufvertrag	401
22.17	Unternehmensbewertung und Arbeitsrecht	403
22.18	Unternehmensbewertung und Ehe- bzw. Erbschaftsrecht	403
22.19	Praxisbeispiele der Unternehmensbewertung	403
22.19.1	Praxisbeispiel eines privat gehaltenen Unternehmens	403
22.19.2	Praxisbeispiel eines kotierten Unternehmens	406

	22.19.3 Praxisbeispiel für die Herleitung des Unternehmenspreises im Rahmen eines IPO	409
23	Liegenschaftsbewertung	412
24	Übungsaufgaben	415
25	Lösungen	452
	Stichwortverzeichnis	481

1 Überblick über die Fremdfinanzierung

Fremdkapital, Verbindlichkeiten oder **Schulden** – diese Begriffe werden in der schweizerischen Lehre und Praxis synonym verwendet¹ – sind zukünftige Geld-, Güter- und Leistungsabgänge ohne weitere Gegenleistung aufgrund von rechtlichen oder faktischen Verpflichtungen² oder dem üblichen Geschäftsgebaren, die nicht den Unternehmungseigentümern zukommen.³

Der Fremdkapitalgeber zeichnet sich durch Nichtinteresse an der Unternehmungspolitik aus, weil er an den Erfolgen und Misserfolgen der Unternehmungstätigkeit im Normalfall nicht partizipiert.⁴

Fremdkapital verkörpert Gläubigerrechte. Dies bedeutet, dass

- mit dem Fremdkapital in der Regel keine Mitwirkungsrechte bei der Unternehmungsführung begründet werden.
- ein Rechtsanspruch auf Rückzahlung in der vereinbarten Höhe besteht und dieser gegebenenfalls im Zwangsvollstreckungsverfahren durchgesetzt werden kann.
- das Fremdkapital zeitlich begrenzt zur Verfügung gestellt wird.⁵
- es im Normalfall Anspruch auf eine feste Vergütung (Zins) hat.⁶
- aus Zins- und Rückzahlungsverpflichtungen eine feste Liquiditätsbelastung entsteht.

1 Dies im Gegensatz zum deutschen Recht, welches Fremdkapital als Oberbegriff verwendet. Dieses umfasst zwei Bestandteile: die Verbindlichkeiten und die Rückstellungen.

2 Rechtliche Verpflichtungen sind gesetzlich, reglementarisch oder vertraglich vorgeschrieben. Faktische Verpflichtungen leiten sich aus dem vergangenen Geschäftsgebaren ab (FER 23/14).

3 Käfer, K.: Kommentar zu OR 957 ff., Anmerkung 6.246, S. 295.

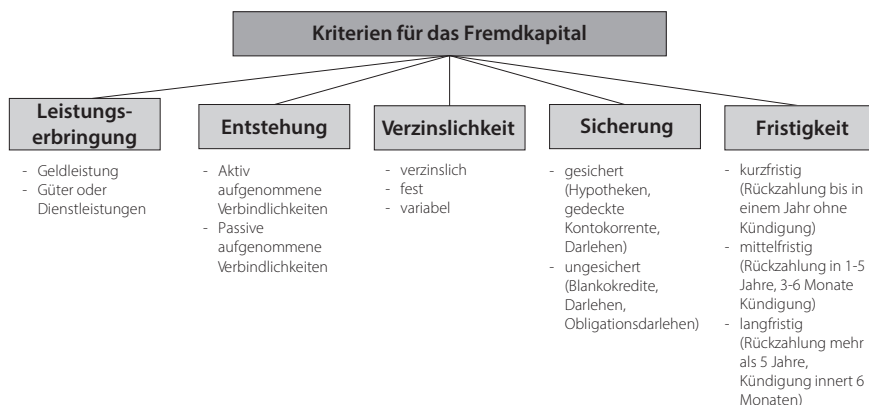
4 Unternehmungsmisserfolge treffen das Fremdkapital nur in jenen Fällen, wo diese so schwerwiegend sind, dass sie zum Konkurs der Unternehmung führen.

5 Eine Ausnahme bilden die sogenannten ewigen Anleihen (Perpetuals) ohne festen Rückzahlungstermin sowie das Contingent Capital, welches bei Eintreten bestimmter Bedingungen automatisch in Eigenkapital umgewandelt wird.

6 Eine Gewinnbeteiligung zusätzlich zum festen Zins kann vereinbart werden, ist jedoch selten.

Der starke Gläubigerfokus ist auch Ausdruck im Rechnungslegungsrecht. Die Vorschriften zur Bewertung, die gesetzliche Duldung von stillen Reserven und die Mindestgliederung der Bilanz und der Erfolgsrechnung dienen vor allem dem Schutz der Gläubiger.

Das Fremdkapital kann nach verschiedenen Kriterien gegliedert werden (► Dar. 1).



Dar. 1: Kriterien des Fremdkapitals

Aktiv aufgenommene Verbindlichkeiten sind in der Regel verzinslich und stellen Finanzverbindlichkeiten dar. Bei variabel verzinslichen Verbindlichkeiten wird der Zinssatz entsprechend den jeweiligen Marktbedingungen festgelegt. Wird nur zwischen kurz- und langfristigem Fremdkapital unterschieden, so gelten alle innert Jahresfrist fälligen Verpflichtungen als kurzfristig. Diese umfassen auch die entsprechenden Beträge aus dem langfristigen Fremdkapital (z. B. Tilgungsraten von Anleihen). Alle Übrigen gelten als langfristig.

Fremdkapitalarten, welche auch eine Eigenkapitalkomponente aufweisen (hybrides Kapital), müssen nach anerkannten Standards der Rechnungslegung in die beiden Komponenten zerlegt und in die entsprechenden Kategorien eingereiht werden.

2 Kurzfristige Fremdfinanzierung

2.1 Lieferantenkredite

Der Lieferantenkredit entsteht aus der Gewährung von Zahlungsfristen zwischen den Handelsstufen. Ein Zahlungsziel von 30 Tagen ist in fast allen Branchen, allerdings in unterschiedlichem Ausmass, üblich. Meistens wird der Kunde durch Gewährung eines Skontos angeregt, auf die eingeräumte Kreditfrist zu verzichten. Der Lieferantenkredit ist ein teurer Kredit, wenn vom Skontoabzug kein Gebrauch gemacht wird. Die üblichen 2 % Skonto bei Barzahlung innert 10 Tagen gegenüber 30 Tagen netto kommen einem nominellen Jahreszins von 36,73 % gleich. Die Zinsersparung erfolgt auf dem Auszahlungsbetrag, sodass sich die Kosten des Verzichts auf den Skonto wie folgt berechnen:

$$\text{Nomineller Jahreszins} = \frac{2\%}{98\%} \times \frac{360}{(30-10)} = 36.73\%$$

Bei den gegebenen Bedingungen kommt der Skonto einer Kreditgewährung während 20 Tagen gleich.⁷

Der hohe effektive Jahreszins erklärt sich mit der grossen Anzahl Verzinsungsperioden und dem bereits hohen nominellen Jahreszinssatz. Die Berechnungen zeigen, dass der Verzicht auf den Skontoabzug einer hohen Zinsbelastung gleichkommt.

Es ist deshalb verständlich, wenn gesagt wird: »Wer den Skonto ausnutzen kann, hat die halbe Dividende schon verdient«.⁸ Uneinheitlich ist die Behandlung des Skontos. Er kann entweder als Bestandteil der Waren- und Materialrechnung oder als Element des Finanzergebnisses betrachtet werden.⁹ Erhaltene Skonti werden als Finanzerträge betrachtet, Kundenskonti als Finanzaufwand.

Eine gesunde Geschäftspolitik verlangt, dass der Lieferantenkredit nur zur Finanzierung des Umlaufvermögens herangezogen wird. Für den Lieferantenkredit müssen in der Regel keine besonderen Sicherheiten geleistet werden. Zudem ist er

7 Bei Berücksichtigung von Zinseszinsseffekten muss die effektive Zinsberechnung daher 18 Verzinsungsperioden ($18 \times 20 = 360$ Tage) Tage umfassen: $\frac{(1 + 36.73\%)^{18} - 1}{18 \times 100} = 43.86\%$.

8 Walther, A.: Einführung in die Wirtschaftslehre der Unternehmung, Band 2, Zürich 1953, S. 133.

9 Siehe FER 17/18.

leichter und formloser zu erhalten als Bankkredite, weil Lieferanten an die Kreditwürdigkeit ihrer Kunden meistens geringere Anforderungen stellen als die Banken. Die Gefahr ist deshalb gross, dass illiquide Unternehmungen sich vorab durch Lieferantenkredite zu finanzieren versuchen. Die Lieferantenfinanzierung kann überdies, wie sonst keine andere Kreditart, erzwungen werden, indem die vereinbarten Zahlungsziele gegen den Willen des Gläubigers nicht eingehalten werden. Eine besondere Form des Lieferantenkredits ist das Lieferantendarlehen, d. h. die langfristige Finanzierung durch die Lieferanten, so z. B. im Gastgewerbe (Darlehen der Brauereien). In der Rechnungslegung sind die Lieferantenkredite nach OR in der Position Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen auszuweisen.

2.2 Anzahlungen von Kunden

In gewissen Branchen, so vor allem in der Maschinenbauindustrie, wird ein Teil der durch die eingegangenen Aufträge verursachten Finanzierungslasten auf den Besteller abgewälzt, indem dieser unter normalen Marktbedingungen bei der Bestellung ein Drittel des Kaufpreises zu bezahlen hat. Wegen des harten Wettbewerbs für Investitionsgüter (Käufermarkt) betragen die Anzahlungen bei der Bestellung oft nur noch 5 bis 10 %.

Die Kundenanzahlungen nehmen innerhalb der verschiedenen Fremdkapitalarten eine Sonderstellung ein. Grundsätzlich werden sie der Unternehmung zinslos zur Verfügung gestellt. Sie müssen zudem nicht in Geld, sondern in Form von Fertigfabrikaten zurückbezahlt werden. Sie können aber eine Geldforderung verkörpern, solange der entsprechende Auftrag noch nicht in Angriff genommen wurde. Wenn der Auftrag aus irgendeinem Grund nicht ausgeführt werden kann, so sind dem Besteller die vorausbezahlten Beträge zurückzuzahlen. Übersteigen die Kundenanzahlungen die Material- und Fabrikationsbestände, muss dieser Anzahlungsüberschuss seiner kurzfristigen Zweckbestimmung entsprechend liquid oder in kurzfristig verwertbare Aktiven angelegt werden. Da diese Anlagen in Wertchriften einen Finanzertrag abwerfen, die Anzahlungen jedoch zinsloses Kapital darstellen, kann die Unternehmungsleitung unter Umständen einen beachtlichen Finanzertrag erzielen.¹⁰

Die Mittel aus den Kundenanzahlungen dürfen nur zur Deckung der mit den betreffenden Aufträgen verbundenen Aufwendungen, insbesondere zur Beschaf-

¹⁰ Weil Aufträge mit Kundenanzahlungen niedrigere Bruttogewinnmargen aufweisen und der Bruttogewinn um verdeckte Zinskosten vermindert ist, berechnete ABB bis 1995 im Konzernabschluss einen Zins auf den Anzahlungen, welcher als ein Teil des Betriebsertrages erfasst wurde. Bei der finanziellen Restrukturierung der Berner Druckmaschinen Unternehmung WIFAG wurde bekannt, dass die Verluste aus dem operativen Geschäft der letzten Jahre durch das Finanzergebnis ausgeglichen werden konnten, welches dank der hohen Kundenanzahlungen erzielt wurde. Quelle: Acht Jahre lang mit Verlust produziert, in: Der Bund, 24.10.2009.

fung des Fabrikationsmaterials, unter keinen Umständen zur Anlagenfinanzierung, verwendet werden. Übersteigen die mutmasslichen Kosten der zu erbringenden Leistung die Summe der erhaltenen Anzahlungen und Restguthaben, so ist der Fehlbetrag als Rückstellung zu erfassen (► Dar. 2).¹¹

Dar. 2: Bedeutung von Kundenanzahlungen (Quelle: eigene Darstellung auf Basis der Geschäftsberichte der relevanten Unternehmen im Jahr 2008)

Unternehmen	Fremdkapital in Mio. CHF	Kundenanzahlungen in Mio. CHF	Vorräte und Fabrikationsbestände	Abdeckung durch die Kundenanzahlungen
Bucher	1 222	201	609	33.0 %
Burckhardt	194	92	112	82.1 %
Sulzer	1 884	396	695	57.0 %
Rieter	1 343	74	361	20.5 %
Kardex	186	15	50	30.0 %
Meyer-Burger	243	135	151	89.4 %
Tornos	69	9	95	9.5 %
Zwahlen & Mayr	61	29	54	53.7 %
Bühler	1 180	524	650	80.6 %

Besonders ausführliche Darstellungen enthalten die Konzernrechnungen nach IFRS 15. Die Fertigungsaufträge werden getrennt ausgewiesen. Je nach dem Umfang der erhaltenen Kundenzahlungen ergeben sich Guthaben oder Verpflichtungen, die oft bei den Vorräten im Anhang ausgewiesen werden (► Dar. 3).

Dar. 3: Anzahlungen bei den Vorräten (Quelle: Geschäftsbericht Schindler Group 2022)

Position in Mio. CHF	2022	2021
Vorräte aus Kundenbeziehungen	793	654
Rohmaterial	570	495
Anzahlungen an Kunden	55	39
Total Vorräte	1 418	1 188

11 Käfer, K.: Kommentar zu OR 960, Anmerkung 301, S. 1031.

2.3 Bankkredite

Bei den Bankkrediten sind vier Formen zu unterscheiden:

- Kontokorrentkredit,
- Darlehen/fester Vorschuss,
- Diskontkredit,
- Kautionskredit.

2.3.1 Kontokorrentkredite

Der Kontokorrentkredit ist der Prototyp des kommerziellen Bankkredits.¹² Er eignet sich für Fälle, wo kein einmaliger, sondern ein sich stets wiederholender (revolvierender) Kreditbedarf vorliegt. Der Kontokorrentkredit beruht auf einem wechselseitigen Schuld- und Guthabenverhältnis und wird über eine laufende Rechnung abgewickelt. Nach Abschluss des Kreditvertrages kann der Kunde im Rahmen der festgesetzten Limite, auch als Kreditlinie bezeichnet, jederzeit durch Barbezüge, Checkziehungen, Vergütungs- und Zahlungsaufträge darüber verfügen.

Der Vorteil des Kontokorrentkredites liegt für die Unternehmung vor allem darin, dass nur die tatsächlich beanspruchte Kreditsumme zinspflichtig ist. Einzahlungen nicht benötigter Barmittel auf das Kontokorrentkonto vermindern die Zinsbelastung. Aufgrund der Allgemeinen Geschäftsbedingungen (AGB) können Kontokorrentkredite von der Bank jederzeit gekündigt werden. Es handelt sich deshalb um einen kurzfristigen Betriebskredit, welcher der Unternehmung zur Finanzierung des betrieblichen Umsatzprozesses dient und sich damit unterscheidet vom Investitionsanlagekredit.

Als **Saisonkredit** wird er zur Deckung des erhöhten Geldbedarfs in den Monaten des Haupteinkaufs oder der Hauptproduktion verwendet. Kurzfristige Kontokorrentkredite können in der Geldflussrechnung von den flüssigen und geldnahen Mittel abgezogen werden und als Fonds Netto-flüssige Mittel dargestellt werden (FER 4/5). In der Bankpraxis werden die Kontokorrentkredite nach der Art der Deckung näher umschrieben.

Es werden folgende Arten unterschieden:

Blankokredit

Blankokredite sind kurzfristige kommerzielle Kontokorrentkredite, seltener in Form von Kautionskrediten, für welche keine besonderen Sicherheiten geleistet werden. Beim ungedeckten Kredit haftet der Kreditnehmer der Bank gegenüber nur mit seinem freien unbelasteten Vermögen, welches auch noch anderen Gläubigern als Haftungssubstrat dient. Aus diesem Grund werden Blankokredite nur nach

12 Emch, U./Renz, H./Arpagaus, R.: Das Schweizer Bankgeschäft, Zürich 2004, S. 258.

eingehender Kreditprüfung an im Handelsregister eingetragene, kompetent geführte Unternehmen mit erstklassiger Bonität gewährt.

Es bestehen keine festen Richtlinien über die Höhe von Blankokrediten. In der Regel werden sie im Rahmen von 20 bis 30 % des einbezahlten und erarbeiteten Eigenkapitals, des drei- bis vierfachen Cashflows oder maximal in der Höhe von 10 % des Nettoerlöses gewährt. Starke Abweichungen nach oben und unten sind möglich.¹³

Zweckmässig ist die Festlegung der Blankokredithöhe nach dem Verschuldungsfaktor oder nach der Verschuldungskapazität (Debt Capacity). International tätige Firmen schliessen Kreditvereinbarungen ab, die in verschiedenen Währungen benutzt werden können (**Multicurrency Loan Agreement**). Durch verschiedene Klauseln, sogenannte Covenants, kann die Bank sicherstellen, dass das Unternehmensvermögen als Haftungssubstrat möglichst erhalten bleibt.

Covenants sind besondere Zusicherungen (Kreditnebenabredungen), welche die Handlungsfreiheit des Kreditnehmers während der Kreditlaufzeit verpflichtend beschränken.

Die besondere Bestimmung im Kreditvertrag, wonach die Bank berechtigt ist, bei einer Verschlechterung der Vermögens- und Ertragslage den Kredit jederzeit zur sofortigen Rückzahlung fällig zu erklären, wird als »**material adverse change clause**« bezeichnet.

Affirmative Covenants verpflichten den Kreditnehmer zu Handlungen wie Informationspflicht, negative Covenants untersagen dem Kreditgeber bestimmte Handlungen.¹⁴ Die Bank wird mit der **Negativklausel** ein Besicherungsverbot zu Gunsten anderer Gläubiger oder für den Fall der Einräumung von Sicherheiten an Dritte ein Gleichstellungsgebot zu ihren Gunsten festhalten (negative Verpfändungsklausel). Mit der **Pari-Passu-Klausel** wird vor allem bei Grosskrediten vereinbart, dass die Schuld jeder anderen bestehenden und künftigen ungedeckten Schuld der Gesellschaft gleichgestellt ist.

Eine Nebenbestimmung des Kreditvertrags ist die **Ausschliesslichkeitsklausel**, mit der sich das Unternehmen verpflichtet, nur bei der kreditgebenden Bank Konten zu halten und mit ihr sämtliche Bankgeschäfte abzuwickeln.

Finanzielle Covenants dienen der Überwachung der Vermögens- und Kapitalstruktur sowie der Ertragskraft und können Warnsignale für eine sich abzeichnende Verschlechterung der Bonität geben. Es handelt sich um die Einhaltung von Finanzkennzahlen, Beschränkung oder Verzicht auf Gewinnausschüttung sowie die Höchstgrenze von Gehaltsbezügen.

Verletzt der Kreditnehmer die Covenants, hat die Bank das Recht, sämtliche ausstehenden Forderungen unabhängig von der Laufzeit der Kredite mit sofortiger Wirkung zu kündigen. In der Praxis wird davon allerdings nur ausnahmsweise

¹³ Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002, S. 196.

¹⁴ Anlage-Spezialreport Zürcher Kantonbank, 6.2.2007.

Gebrauch gemacht. Es werden vielmehr Mittel und Wege gesucht, um eine weitere Verschlechterung des Kreditengagements zu verhindern, z. B. durch Verzicht oder Anpassung der Covenants (**Waiver**).

Über die vereinbarten Covenants wird nach den internationalen Rechnungslegungsnormen im Anhang informiert, häufig jedoch nur unzureichend. Die bloße Angabe, die Covenants seien im Berichtsjahr eingehalten, ist für die Finanzanalyse wenig hilfreich. Diese sollten einzeln aufgeführt werden, weil der Rechnungslegungsadressat sich nur auf diese Weise ein Bild über die Kreditfähigkeit und die Risiken einer allfälligen Covenants-Verletzung machen kann.

Beispiel Anwendung und Anpassung von Covenants: S Holding AG (Grosshandelsgruppe, Quelle: Anhang zur Konzernrechnung 2008, nicht publizierter Geschäftsbericht)

Aufgrund einer Verletzung der Financial Covenants musste ein langfristiger Kredit über CHF 24 Mio. als kurzfristig dargestellt werden, da die Banken per Bilanzstichtag berechtigt waren, diesen zurückzufordern. Verhandlungen mit sämtlichen kreditgebenden Banken wurden mit dem Resultat abgeschlossen, dass die Banken auf eine kurzfristige Rückforderung der ausstehenden Kreditbeträge verzichten. Trotz der

Verletzung der mit den Banken vereinbarten Bedingungen haben die Banken der S Holding AG die Finanzierung zugesichert und haben diese an neue Bedingungen geknüpft (Waiver), welche im Wesentlichen wie folgt lauten:

Sicherstellung sämtlicher bisher ungesicherten und neuen Kredite der Bank durch:

- Verpfändung sämtlicher Aktien der Tochtergesellschaften
- Abtretung der Intercompany-Darlehen der S Holding AG
- Debitorenzession in der Schweiz
- Warenpfandversprechen in der Schweiz
- Festsetzung der folgenden neuen Covenants:
 - Gesamtschuldendienstdeckungsgrad (Cashflow vor Finanzierung/Schuldendienst) von mindestens 0
 - Verschuldungsgrad (Nettoschulden/Betriebsergebnis EBITDA) < 9
 - Eigenfinanzierungsgrad (Eigenkapital/Bilanzsumme) < 20

Der Verwaltungsrat ist der Meinung, dass diese neuen Bedingungen eingehalten werden können.

Covenants sind seit langem vor allem in den USA und in Grossbritannien verbreitet. In der Kreditpraxis schweizerischer Banken hat deren Bedeutung in den letzten Jahren zugenommen. Auch bei gedeckten Krediten kommen Covenants gelegentlich als zusätzliche Sicherheit vor.

Lombardkredit

Beim Lombardkredit handelt es sich um einen Kredit gegen Verpfändung von Effekten (Obligationen, Aktien und Partizipationsscheine, Anteilscheine von Anlagefonds, Festgeldanlagen, Spar- und Depositenhefte). Am höchsten bevorschusst (bis zu 90 % des Kurswertes) werden Obligationen und Geldmarktanlagen, während für kotierte Aktien und Partizipationsscheine der Belehnungswert rund 50 % erreicht.

Auch die Belehnung von Edelmetallen fällt unter den Begriff des Lombardkredit. Zurückhaltung üben die Banken – wegen der erschwerten Verwertung – bei der Belehnung von nur ausserbörslich oder gar nicht gehandelten Aktien.

Warenkredit

Warenkredite sind Kredite gegen Verpfändung von Waren, insbesondere Rohstoffen, nicht verderblichen Lebens- und Futtermitteln; seltener von Halb- und Fertigfabrikaten. Je nach Wertbeständigkeit und Preisstabilität erfolgt die Belehnung mit einer Marge von 30 bis 50 %.

Zessionskredit

Der Zessionskredit ist ein Kredit gegen Abtretung von Kundenguthaben, entweder auf der Basis der Einzelzession oder der sogenannten **Globalzession**, die sämtliche gegenwärtigen und zukünftigen Forderungen umfasst. Bevorschusst werden 50 bis 80 % des Nominalwertes der Forderungen. Die Globalzession ist eine starke Einschränkung der Dispositionsfreiheit des Kreditnehmers, weil er über gar keine freien Forderungseingänge verfügt. Aus der Sicht des Kreditnehmers ist es wünschenswert, dass die Bank auf die Anzeige der Abtretung an den Drittschuldner (**Notifikation**) verzichtet.

Unternehmerkredit

Der Unternehmerkredit ist ein Kredit gegen Abtretung von Ansprüchen aus Bau- und Werkverträgen. Im Gegensatz zum Zessionskredit handelt es sich stets um zukünftige Forderungen. Der anfängliche maximale Kreditbetrag entspricht in der Regel 30 % der Werkvertragssumme. In der Folge ist der Unternehmerkredit benutzbar im Rahmen von 50 bis 70 % der geleisteten Arbeiten, abzüglich Teilzahlungen, sowie von 30 % des Restauftrags. Verzichtet die Bank auf die Notifikation, nähert sich der Unternehmerkredit stark dem Blankokredit.¹⁵

Bürgschaftskredit

Bürgschaftskredite sind Kredite gegen Solidarbürgschaft, gegebenenfalls unter Mitwirkung einer Bürgschaftsgenossenschaft.¹⁶ Der Bürgschaftskredit wird seit 2007

15 Streit, K.: Unternehmerkredit, in: GBF-Lexikon, S. 1057.

durch staatliche Finanzhilfe an gewerbeorientierte Bürgschaftsorganisationen gefordert.¹⁷ Diese Bürgschaftsgenossenschaften gehen Bürgschaften zugunsten von Klein- und Mittelbetrieben gegen Zahlung einer Prämie (in der Höhe von ca. 1,25 %) ein. Bei Personenunternehmungen kann auch die Verpfändung von **Lebensversicherungsansprüchen** (Rückzahlungswert) zur Kreditbeschaffung eingesetzt werden. Nicht sofort verwertbare Sicherheiten werden als **unkurante Sicherheiten** bezeichnet (z. B. Aktien einer Familien-AG, Kunstgegenstände).

Aufgrund der schlechten Erfahrungen im Firmengeschäft haben die Banken Mitte der 1990er-Jahre ihre Kreditpolitik, insbesondere gegenüber KMU, überprüft. Die früher übliche eher subjektive Beurteilung der Kreditnehmer durch die Kreditverantwortlichen der Niederlassungen wurde durch eine zentralisierte professionelle Kreditanalyse durch Spezialisten abgelöst. Analog zu der auf den internationalen Kapitalmärkten seit langem üblichen Bonitätsbeurteilung der Schuldner durch Ratings, werden die KMU-Kreditnehmer in Risikoklassen eingereiht. Die Einreihung des Kreditnehmers in eine bestimmte Risikoklasse hängt von der Bonität und allfälligen Sicherheiten ab, die je nach Marktwert, Werthaltigkeit und Verwertbarkeit berücksichtigt werden.¹⁸

Neben der quantitativen Prüfung der Bilanzstruktur, Ertragslage und Liquidität wird auch eine qualitative Bewertung durchgeführt (Markt- und Konkurrenzsituation des Unternehmens, Fach- und Führungskompetenz des Managements). Die Zuordnung in eine Risikoklasse bestimmt über entsprechende Risikozuschläge.

Mit dem **Kundenrating** werden die Risiken kategorisiert und daraus ein verursachergerechtes Kreditpricing abgeleitet. Für das Kundenrating sind verschiedene Faktoren massgebend, die zwischen den kreditgebenden Banken sehr unterschiedlich sein können:

- Finanzielle Faktoren, z. B. Verschuldungspotenzial, Produktivität und Profitabilität, Liquidität, Finanzierungsverhältnis.

16 In der Praxis ist dies oft in Verbindung mit der Wohnbauförderung vorzufinden (Wohnbaugenossenschaften).

17 BG über die Finanzhilfe an gewerbeorientierte Bürgschaftsorganisationen vom 12.6.2015, Stand 1.1.2022.

18 Die *Zürcher Kantonalbank* unterscheidet 12 Klassen, wobei die Klassen 1–3 sehr gute Unternehmen, die Klassen 4–6 Unternehmen mit guter Bonität, die Klassen 7–9 Unternehmen mit ausreichender Bonität, Klasse 10–12 Unternehmen mit knapper Bonität umfassen. Zur Beschreibung der Klassen siehe Geschäftsbericht 2008, S. 124. Die *Credit Suisse* unterscheidet 16 interne Ratingklassen von Kreditkunden. Die Hauptgruppe der KMU fällt in die Klasse Credit Rating 9–12 (letzte Gruppe geringes Risiko sowie Hauptgruppe mittleres Risiko). Kreditnehmer mit hohem Risiko fallen in die Gruppen 14–16, für welche bei der Bilanzierung Rückstellungen für Ausfallrisiken vorgenommen werden müssen. Die Beurteilungskriterien der *Credit Suisse* sind in der Broschüre »Kredit für kleine und mittlere Unternehmen« (2008) zusammengestellt. Die *UBS* unterscheidet 14 Ratinggruppen von C0–D4. C1 bedeutet höchste Bonität, D4 schlechteste Bonität. Der Hauptanteil der Kreditnehmer weist ein Rating zwischen C6 (BB+ Standard & Poor's) und D0 (B Standard & Poor's) auf.

- Nicht-finanzielle Faktoren, z. B. Corporate Governance, Investitionspolitik, Planungsprozesse.
- Individuelle Faktoren, z. B. Transparenz der Rechnungslegung, Businesspläne.

Bei der Beurteilung der finanziellen Faktoren spielt das **Finanzierungspotenzial** (Debt Capacity) eine zentrale Rolle. Grundlage ist der Barwert der nachhaltigen betrieblichen Free Cashflows (FCF) der nächsten 5 bis 7 Jahre, welcher nach einer bankinternen Formel ermittelt wird (siehe Beispiel Berechnung des Finanzierungspotenzials). Die Berechnung des Finanzierungspotenzials ist in der Regel unabhängig vom Rechnungslegungsstandard und stellt daher auch eine Annäherungsrechnung dar. Der **Debt Capacity** wird mit den kalkulatorischen Fremdkapitalkosten (nach Steuern) unter Berücksichtigung der Rückzahlungsdauer und unter der Annahme eines Nullwachstums während des Betrachtungszeitraums berechnet. Dies bedeutet, dass kein Mittelbedarf für Wachstumsqrinvestitionen besteht. Dabei wird im Normalfall (gut prognostizierbare FCF) eine Rückzahlungsdauer von sieben Jahren angenommen. Bei einer erhöhten Volatilität der Erträge wird die Rückzahlungsdauer gekürzt.

Beispiel Berechnung des Finanzierungspotenzials der Schweizer Industrieholding in TCHF (Verbrauchsgüter, fiktive Annahmen)

Dar. 4: Ermittlung des Free Cashflows

Jahr	1	2	3	4	Nachhaltige Werte
Umsatz	82 725	89 635	87 265	81 960	
Betriebsgewinn (EBIT)	3 378	373	2 271	3 254	2 500
–Kalkulatorische Zinsen	–845	–93	–568	–814	–625
+Abschreibungen	2 822	3 227	3 031	2 774	3 000
–Durchschnittliche betriebliche Ersatzinvestitionen	–3 000	–3 000	–3 000	–3 000	–3 000
–Dividenden	–725	0	0	0	0
Nachhaltiger, betrieblicher Free Cashflow	1 630	507	1 734	2 214	1 875

Es werden hierzu folgende Schätzungsparameter herangezogen:

Kalkulatorischer Steuersatz	25 %
Kalkulatorischer Zinssatz für verzinsliches Fremdkapital	6 %
Zinssatz nach Steuern (Kapitalisierung)	4.5 %
Rückzahlungsperiode	7 Jahre
Nettoeinnahmen nicht betriebliches Vermögen	1 000 TCHF
Kapitalisierungssatz nicht betriebliches Vermögen	6.75 %
Beleihungssatz	70 %
Schätzung notwendige Investitionen	12 % des Umsatzes

Aus diesen Annahmen lässt sich das Finanzierungspotenzial wie folgt errechnen:

Dar. 5: Berechnung des Finanzierungspotenzials

Jahr	1	2	3	4	5	6	7
nachhaltiger betrieblicher Free Cashflow in TCHF	1 630	507	1 734	2 214	1 875	1 875	1 875
Barwertfaktor	0.96	0.92	0.88	0.84	0.80	0.77	0.73
Barwerte	1 703	554	1 979	2 640	2 337	2 442	2 552
Total Barwerte, betriebliches Finanzierungspotenzial	14 206						
Nettoeinnahmen nicht betriebliches Vermögen in TCHF	1 000						
Ertragswert kapitalisiert mit 6.75 %	1 481						
nicht betriebliches Finanzierungspotenzial zu 70 %	1 037						
gesamtes Finanzierungspotenzial	15 243						

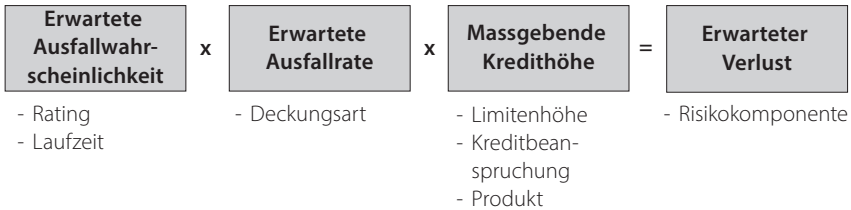
Dar. 5: Berechnung des Finanzierungspotenzials – Fortsetzung

Jahr	1	2	3	4	5	6	7
verzinsliches Fremdkapital	-13 000						
operative Leasingverbindlichkeiten	-2 555						
nicht betriebsnotwendige flüssige Mittel	500						
Einhaltung der Verschuldungskapazität	188						

Um eine verursachergerechte *Kreditpreisgestaltung* zu erreichen, setzt sich der Kreditzins aus folgenden Komponenten zusammen.¹⁹

- **Basiszinssatz**
Er entspricht dem als objektive Messlatte verwendeten Zinssatz eines fristenkongruenten, faktisch risikolosen Alternativgeschäftes am Geld- oder Kapitalmarkt (Opportunitätszinssatz).
- **Betriebskostenzuschlag**
Dieser bemisst sich am bankinternen Aufwand für die Finanzierung und wird produkt- und betragsabhängig festgelegt. Er setzt sich zusammen aus den einmaligen (z. B. Kreditprüfung, schriftliche Kreditzusage) und den laufenden Kosten (Kreditüberwachung, Sicherheitsverwaltung usw.). Da zahlreiche Kosten unabhängig von der Höhe der Kreditlimite und deren Beanspruchung anfallen, wird separat eine individuell bemessene Kreditführungsgebühr berechnet.
- **Eigenmittelkosten**
Sie ergeben sich aus der anvisierten Rendite auf dem risikogewichteten Kapital (RORAC).
- **Risikokosten**
Der Zuschlag für das Ausfallrisiko umfasst die Kosten für Zins- und Kapitalausfälle. Voraussetzung für deren Kalkulation ist die erwähnte Segmentierung nach Risikoklassen (Kundenrating). Diese basieren auf einer Ausfallrisikostatistik mit hinreichenden Grundgesamtheiten für die Stichproben.

19 Bernet, B.: Kreditkosten, in: GBF-Lexikon, S. 689.



Dar. 6: Darstellung der Risikokosten nach dem Versicherungsprinzip (Quelle: UBS Dokumentation Business Banking)

Der kalkulatorische Kreditzins aufgrund des Scorings muss allerdings nicht mit dem tatsächlich zu bezahlenden Zins übereinstimmen. Preiskalkulation und Preisfixierung hängen auch von der Markt- und Konkurrenzsituation der kreditgebenden Bank ab. Volkart²⁰ hat für Kreditlaufzeiten von 3 Jahren risikogerechte Zinsen berechnet. Er hat dies anhand von drei Geschäftsrisikoszenarien, welche auf Schwankungen des operativen Gewinns (gering, durchschnittlich und erhöht) und einem Verschuldungsgrad (50 %, 66,6 %, 75 %) gestützt sind, vorgenommen. Ein KMU, das hohen operativen Risiken ausgesetzt ist, musste je nach Annahme mit 1,2 %, 3,9 % oder 6,4 % Risikozuschlägen rechnen, was bei einem Basiszins von 4,5 % einer gesamten Zinsbelastung von 5,7 %, 8,4 % oder 10,9 % entspräche.

Die Modellrechnungen zeigen auch deutlich, dass dem Grundsatz einer risikoangepassten Kapitalstruktur eine entscheidende Bedeutung zukommt. Nur bei unterdurchschnittlich operativen Risiken lässt sich ein tiefer Eigenfinanzierungsgrad von 20 % rechtfertigen. Eine durchschnittliche Risikolage erfordert einen Eigenfinanzierungsgrad von mindestens 25 bis 35 %, ein hohes operatives Risiko sogar einen von über 50 %.

Die risikogerechte Festlegung von Kreditkonditionen bedeutet für KMU vor allem in der Aufbauphase eine hohe Hürde, wie das folgende Beispiel zeigt.

Beispiel für Kreditkonditionen aus der Praxis²¹

- Kreditzins von 9 % pro Jahr,
- Kreditschlusskosten,
- Quartalskosten,
- Persönliche Solidarbürgschaften aller Unternehmensgründer,
- Lebensversicherungen aller Unternehmensgründer,
- Debitorenzession.

²⁰ Volkart, R.: KMU im Kreditabseits?, in: Tages-Anzeiger, 18.2.1998.

²¹ Aufgrund des grossen Zukunftspotenzials fand die Gesellschaft einen Geldgeber in einer Private-Equity-Gesellschaft, in: SHZ, 2.5.2001.

Eine Erhebung des Staatssekretariates für Wirtschaft SECO bei 1 772 KMU im April 2009 (nach der erheblichen globalen Finanz- und Wirtschaftskrise) hat gezeigt, dass die meisten trotz Finanzkrise keine Probleme mit der Beschaffung von Bankkrediten haben, weil rund zwei Drittel ohnehin mit Eigenkapital finanziert sind und keine Bankkredite benötigen. KMU mit einem externen Finanzierungsbedarf stellen jedoch fest, dass der Zugang zur Finanzierung generell schwieriger geworden sei.²² Eine aktuelle Studie des SECO zeigt, dass im Jahr 2021 37 % der KMU ausschliesslich eigenfinanziert sind und rund 32 % ein Bankdarlehen beansprucht haben.²³

2.3.2 Darlehen und fester Vorschuss

Der Bankkredit wird in die Form eines Darlehens (die Bankfachsprache verwendet als Synonym auch den Ausdruck »fester Vorschuss«)²⁴ gekleidet, wenn es sich um eine einmalige Kreditbeanspruchung handelt und der bezogene Kredit entweder gesamthaft (fester Vorschuss) oder in Raten auf zum Voraus bestimmte Termine (Amortisationsdarlehen) zurückbezahlt wird. Der Darlehensvertrag enthält meistens die Klausel, dass beide Parteien berechtigt sind, die Schuld auf eine Frist von 6 Wochen zu kündigen. Das Darlehen wird, je nach der finanziellen Lage des Darlehensschuldners, mit oder ohne besondere Sicherheiten gewährt.

2.3.3 Wechselkredit

Der Wechsel stellt ein ideales Kreditmittel dar. **Handelswechsel** (Kommerzwechsel), die zur Deckung von Lieferantenforderungen gezogen werden, sind für Banken eine sichere und liquide Geldanlage. Die Zinsbelastung ist aus diesem Grund für den Kreditnehmer meistens kleiner als bei jeder anderen Kreditart. In der Schweiz hat das Wechselgeschäft jedoch seit Beginn der 1990er-Jahre stark an Bedeutung verloren. Unternehmungen nehmen den Wechseldiskontkredit nur noch selten in Anspruch. Deshalb hatte auch der Rückzug der SNB aus dem Wechseldiskontgeschäft keinen Einfluss auf das Wechselkreditgeschäft der Geschäftsbanken. Ähnlich wie im klassischen Kommerzkreditgeschäft gibt es keinen für alle Kreditnehmer gültigen einheitlichen Wechseldiskontsatz (sogenannter Privatsatz im Gegensatz zum offiziellen Diskontsatz der Nationalbank) mehr.

22 Medieninformation des SECO vom 9.6.2009.

23 Studie zur Finanzierung der KMU in der Schweiz 2021, S. 25.

24 Gemäss der bis 1995 gültigen BankV waren in der Bankbilanz die Ausleihungen an Kunden in Kontokorrentforderungen sowie feste Vorschüsse und Darlehen zu gliedern. Die revidierte BankV 1994 unterscheidet nicht mehr nach den Formen der Kreditgewährung, sondern nur noch nach Deckung und Fälligkeiten. Die entsprechenden Angaben sind im Anhang zu machen. Gewisse Banken unterscheiden zwischen festen Vorschüssen (Rückzahlung am Ende der Laufzeit) und Darlehen (Rückzahlung in Raten).

Wenn in Konzernabschlüssen schweizerischer Firmengruppen Wechselguthaben und Wechselverpflichtungen ausgewiesen werden, handelt es sich um Positionen in ausländischen Gesellschaften, weil in verschiedenen Ländern in der Regel Wechsel als Kreditinstrument im kaufmännischen Geschäftsverkehr noch gebräuchlich sind.

Eine Sonderform des Wechselkredites stellen die **Pflichtlagerwechsel** dar. Unternehmungen, die sich im Interesse der Landesversorgung gemäss Bundesgesetz vom 8. Oktober 1982 gegenüber dem Delegierten für wirtschaftliche Landesvorsorge verpflichtet haben, neben den freien Betriebsvorräten noch zusätzliche Lager zu unterhalten, können für diese Pflichtlager eine Finanzierungsvergünstigung in Anspruch nehmen. Der Pflichtlagerhalter kann bis zum Betrag von 90 % des Einstandspreises einen vom Bund garantierten Pflichtlagerkredit in Form von Eigenwechsell erhalten. Die Pflichtlagerwechsel werden von den Banken zum 3-Monats-LIBOR-Satz diskontiert. Weil dieser nur im Geschäftsverkehr unter erstklassigen Banken gilt, bedeutet der LIBOR als Pflichtlagerwechsel-Diskontsatz vor allem für kleine und mittlere Unternehmungen eine spürbare Kostenreduktion im Vergleich zu den sonst üblichen Zinskonditionen. Der Pflichtlageralter kann zwischen Laufzeiten von drei, sechs oder zwölf Monaten, mit Prolongationsmöglichkeit, wählen.²⁵

Beispiel Fenaco Ausweis Pflichtlagerfinanzierung

	2022	2021
Handelswaren	11 034	10 875
Halb- und Fertigfabrikate	20 973	13 618
Pflichtlager	20 114	19 858

Die Vorräte werden zu Anschaffungs- oder Herstellungskosten gemäss Swiss GAAP FER 17 bewertet. Wenn der Marktwert unter den Anschaffungs- oder Herstellungskosten liegt, wird dieser berücksichtigt (Niederstwertprinzip). Für Artikel mit ungenügendem Lagerumschlag erfolgen Bewertungsabzüge. Die Pflichtlager werden zum Basispreis bewertet. Skonti (im Sinne eines Abschlages für rasche Zahlungen) werden als Aufwandsminderung über den Warenaufwand verbucht.²⁶

25 In der Bilanzanalyse sind die Pflichtlagerwechsel betriebswirtschaftlich korrekt nach dem Grundsatz »substance over form« (wirtschaftliche Betrachtungsweise) wegen ihrer materiellen Langfristigkeit unter dem langfristigen Fremdkapital einzureihen, während die Pflichtlager als Anlagevermögen (eiserner Bestand) zu betrachten sind. In der Praxis werden beide Positionen im kurzfristigen Bereich eingereiht, z. B. Fenaco (Genossenschaftsverband) Bern.

26 Quelle: Geschäftsbericht Fenaco 2022.

Eine besondere Form des Diskontkredites ist die sogenannte **Forfaitierung**. Darunter versteht man den Ankauf von Forderungen aus Warenlieferungen, meist Exportgeschäfte mit einer längeren Laufzeit (ein bis fünf Jahren) durch ein Spezialinstitut, dem sogenannten Forfaiteur. Diese Forderungen mit Laufzeiten von ein bis fünf Jahren sind hin und wieder in Form eines Wechsels (vorzugsweise Eigenwechsel, sogenannte »promissory notes«) gekleidet. Es handelt sich somit um eine mittelfristige Finanzierung.

2.3.4 Kautionskredit

Mit dem Kautionskredit verpflichtet sich die Bank, blanko oder auf gedeckter Basis, als Bürgin oder Garantin zu Gunsten des Kreditnehmers gegenüber Dritten. Kautionskredite dienen hauptsächlich der Sicherstellung einer vertragskonformen Ausführung von Arbeiten (Werkgarantien) oder Zahlungsverpflichtungen für öffentliche Abgaben wie Steuern, Zölle, Gerichtsgebühren. Kautionskredite sind in der Regel befristet. Der Kreditnehmer bezahlt dafür quartalsweise eine Kautionskommission.

2.3.5 Geldmarktbuchforderungen und Commercial Papers

Nachdem die Eidgenossenschaft seit 1979 in regelmässigen Abständen GMBF mit drei- und sechsmonatiger Laufzeit auf Diskontbasis im Tendersverfahren ausgibt, folgten 1989 auch andere öffentliche Gemeinwesen. In den 1990er-Jahren setzten auch private Unternehmungen Geldmarktbuchforderungen (GMBF) im Rahmen ihres Treasury Managements zur kurzfristigen Fremdkapitalbeschaffung ein.

Auf ausländischen Geldmärkten setzen private Schuldner zur kurzfristigen Kreditfinanzierung sogenannte **Commercial Papers (CP)** ein. Möglichst günstige Konditionen setzen jedoch voraus, dass die Gesellschaften über ein Rating verfügen (Standard & Poor's, Moody's). Besonders stark verbreitet sind die Commercial Papers in den USA. Als in der Finanzkrise 2008 die Nachfrage nach CP stark geschrumpft ist und bei zahlreichen Firmen Liquiditätsengpässe erwartet werden mussten, erklärte sich die US-Notenbank bereit, 3-monatige CP zu erwerben.²⁷

27 Das Fed setzt zu einem neuen Befreiungsschlag an: Unbeschränkte Finanzierung von Commercial Papers, in: NZZ vom 8.10.2008 und 1.11.2008.

3 Überblick über die langfristige Fremdfinanzierung

Bei der Deckung des durch die Unternehmungstätigkeit entstehenden Kapitalbedarfs sind verschiedene Aspekte zu beachten. Die Finanzierungsentscheidungen weisen mehrere Dimensionen auf

- die *betragsmässige Dimension*: Umfang der bereitzustellenden finanziellen Mittel,
- die *zeitliche Dimension*: Dauer der Mittelbindung im Umsatzprozess,
- die *Risikodimension*: Unternehmensrisiken aus den Investitionen (Business Risk) und aus der Kapitalstruktur (Financial Risk).

Die Dauer der Mittelbindung sowie die Risiken wirken sich auf die Art des zu beanspruchenden Kapitals aus. Der langfristige Kapitalbedarf ist durch langfristig zur Verfügung stehendes Kapital zu decken.

Risikoträger ist das Eigenkapital. Es muss Unternehmensverluste absorbieren und kann bei Kapitalgesellschaften von den Gesellschaftern nicht gekündigt werden.²⁸ Es steht somit unbefristet zur Verfügung. Eine Herabsetzung des Aktienkapitals und die Gewinnausschüttung (OR 671 ff.) sind nur unter Beachtung der gesetzlichen Schutzvorschriften (OR 732 ff.) möglich.

Kapitalgeber stellen Fremdkapital für eine bestimmte Frist gegen einen festen Zins zur Verfügung. Sie übernehmen grundsätzlich keine unternehmerischen Risiken. Im Normalfall werden ihre festen Ansprüche auch bei einem ungünstigen Geschäftsverlauf befriedigt.²⁹ Die herkömmliche Betrachtung unterscheidet deshalb grundsätzlich wegen der unterschiedlichen Rechtsstellung der Kapitalgeber und der daraus abgeleiteten Ansprüche der Eigenkapitalgeber auf einen Gewinnanteil und der Fremdkapitalgeber auf fristgerechte Verzinsung und Rückzahlung zwischen Eigen- und Fremdkapital.

Sofern ein Unternehmen in einer finanziellen Krise ist und die kreditgebende Bank Auflagen in Form von Covenants erstellt, muss die kreditgebende Bank darauf bedacht sein, nicht in eine faktische Organschaft zu gelangen, womit sie für die Entscheidungen haftbar gemacht werden kann.³⁰

28 Bei der GmbH ist jedoch ein Austritt aus wichtigen Gründen möglich (OR 822). Diese Ausnahme ist in der Finanzierungspraxis von geringem Einfluss, weil für grössere Unternehmen die Rechtsform der GmbH kaum angewendet wird.

29 Ein teilweiser Kapitalverzicht (im Fachjargon »Haircut« genannt) ist nur ausnahmsweise im rechtlichen Rahmen einer Sanierung durchführbar.

30 BGE 141 III 159, S. 160, Ziffer 2.2: »Nach dem funktionalen Organbegriff sei als Organ aber nicht nur anzusehen, wer de forma zur Erfüllung gesellschaftlicher Aufgaben berufen

Die moderne Finanzierungspraxis hat diese klaren Trennungsgrenzen durch Entwicklung neuartiger Finanzinstrumente verwischt, indem Elemente beider Kapitalformen in kombinierten Instrumenten verbunden werden (hybride Finanzinstrumente³¹). Es gibt jedoch in der Praxis aus rechtlicher Sicht verschiedene Überschneidungen und Überlappungen.³²

Mit der Frage, wie diese kombinierten Finanzinstrumente bei der Beurteilung der Kapitalstruktur zu werten sind, haben sich auch die Ratingagenturen auseinandergesetzt. Als Erste hat Moody's das Vorgehen systematisiert und die kombinierten Finanzinstrumente in Körbe (Baskets) eingeordnet. Die *Baskets* wurden mit der Bezeichnung A bis E versehen.

A umfasst Finanzinstrumente, welche zu 100 % Fremdkapitalcharakter aufweisen. Finanzinstrumente im Basket E entsprechen 100 % Eigenkapital. Mischformen werden in die Korbe B, C und D eingeordnet. Folgende Baskets sind daher möglich:

- Basket A: 100 % Fremdkapital
- Basket B: 75 % Fremdkapital, 25 % Eigenkapital
- Basket C: 50 % Fremdkapital, 50 % Eigenkapital
- Basket D: 25 % Fremdkapital, 75 % Eigenkapital
- Basket E: 100 % Eigenkapital

Diese Körbe (Baskets) stellen das **Debt-Equity-Kontinuum** dar. Die Anrechnung als Eigenkapital nimmt von Basket A bis Basket E kontinuierlich zu. Die Strukturierung von Finanzierungsinstrumenten kann entlang von drei Dimensionen erfolgen:

Fremdkapital versus Eigenkapital

- Fixe Laufzeit gegenüber unbefristeter Laufzeit.
- Fixe Verzinsung gegenüber keiner festen Verzinsung.
- Keine Risikotragung gegenüber voller Risikotragung.

Das Eigenkapital ist eine langfristige Finanzierungsquelle. Eindeutig Fremdkapital mit den damit verbundenen juristischen Folgen sind alle Varianten der klassischen Bankkreditfinanzierung, der reinen Darlehensfinanzierung und der klassischen Obligationenanleihen. Als Surrogat der langfristigen Fremdkapitalbeschaffung dient das Finanzierungsleasing. Abgeschwächte Formen des Fremdkapitals sind das partiarische Darlehen, wenn der Zins gewinnabhängig festgelegt ist, die nachrangigen Darlehen, welche erst geltend gemacht werden können, wenn die Forderungen aller übrigen Gläubiger voll befriedigt worden sind.

wurde (formelles Organ), sondern auch, wer de facto Leitungsfunktionen wahrnehme bzw. effektiv und in entscheidender Weise an der Bildung des Verbandswille teilhabe.«

31 Von zweierlei Herkunft, sich auf Mischung oder Kreuzung beziehend.

32 Kunz, P. V.: Unternehmungsfinanzierung sowie Konzernfinanzierung, in: Entwicklungen im Gesellschaftsrecht, Band V, Bern 2010, S. 52.

Deutliche Elemente von Fremd- und Eigenkapital enthalten die Wandelanleihen und die verschiedenen Formen der Mezzanine-Finanzierungen. Bei der Wandelanleihe sind überdies noch spezielle Ausgestaltungen möglich, z. B. bei einer Zwangswandelanleihe (Mandatory Convertible Security), welche formell Obligationencharakter aufweist, materiell jedoch die Bedeutung einer aufgeschobenen Aktienkapitalerhöhung hat und damit Eigenkapital darstellt. Starke Eigenkapitalelemente weisen auch die undatierten Anleihen (Perpetuals) auf. Eine Neuerung in den Mischformen Fremd-/Eigenfinanzierung sind auch die bedingten Pflichtwandelanleihen (CoCos).³³

Die nach der Finanzkrise von Finanzdienstleistern geforderte erhöhte Fähigkeit, Verluste absorbieren zu können, hat zum Einsatz von neuartigen Finanzinstrumenten geführt, welche bei normalem Geschäftsverlauf langfristiges Fremdkapital darstellen, im Krisenfall jedoch die Funktion von Eigenkapital erfüllen. Bei Tier-1-Anleihen (Write-off-Bonds) müssen die Obligationäre auf ihre Forderungsrechte verzichten, wenn das Eigenkapital des Schuldners unter einen bestimmten Schwellenwert fällt. Die Obligationäre tragen das gleiche Risiko wie Aktionäre.³⁴

In der modernen langfristigen Finanzierung vermischen sich die Grenzen zwischen Fremd- und Eigenfinanzierung. Internationale Konzerne nutzen hybride Finanzinstrumente zur Steueroptimierung, weil diese aus fiskalischer Sicht sowohl beim Kapitalgeber wie beim Kapitalnehmer als Fremdkapital qualifiziert werden können.³⁵

Zur Fristigkeit des Fremdkapitals bestehen verschiedene Umschreibungen. Die Rechnungslegung unterscheidet nur zwischen kurz- und langfristigem Fremdkapital, wobei alle innert Jahresfrist fälligen Verbindlichkeiten als kurzfristig gelten. Diese umfassen auch die entsprechenden Beträge aus dem langfristigen Fremdkapital z. B. Tilgungsraten von Darlehen und Anleihen (IAS 1/61, FER-RK 18, OR 959a II Ziff. 1 i. V. m. Ziff. 2). Im Finanzmanagement wird in der Regel zwischen mittel- und langfristigem Fremdkapital unterschieden. Als langfristig gelten Verbindlichkeiten mit einer längeren Rückzahlung als fünf Jahre. Wegen der besonderen Bedeutung der verschiedenen Formen von Obligationenanleihen werden diese nicht im folgenden Kapitel über mittel- und langfristige Fremdfinanzierung einbezogen, sondern getrennt dargestellt.

33 Bosch, R./Leisinger, B.: Contingent Convertible Bonds (CoCos). Umsetzung in der Schweiz, in: SZW 1/2012, S. 2 ff.

34 Im Januar 2012 hat die Züricher Kantonalbank eine 3.5 % Tier-1-Anleihe von CHF 590 Mio. aufgelegt.

35 Pratter, K./Eichenberger, O.: Steuerliche Aspekte der Unternehmensfinanzierung mittels hybrider Darlehen aus schweizerischer Sicht, in: SteuerRevue 9/2011, S. 650 ff.

4 Mittel- und langfristige Fremdfinanzierung

4.1 Darlehen

4.1.1 Begriffe

Darlehen, im Bankverkehr auch Fest- oder Terminkredit, fester Vorschuss genannt, sind im kaufmännischen Verkehr auf einen festen Betrag lautende verzinsliche Verbindlichkeiten mit einer im Allgemeinen festen Laufzeit.

Darlehen ohne festen Rückzahlungstermin sind ohne besondere Abrede unter Beobachtung einer Frist von sechs Wochen kündbar (OR 318). Im Bankverkehr wird in der Regel eine kürzere Kündigungsfrist oder ein fester Rückzahlungstermin vereinbart. Wünscht der Darlehensnehmer eine vorzeitige Rückzahlung, ist eine sogenannte **Vorfälligkeitsentschädigung** zu bezahlen.³⁶ **Amortisationsdarlehen** sind während der Laufzeit durch regelmässige Teilzahlungen zu tilgen. **Gedekte Darlehen** sind Verbindlichkeiten, bei welchen der Gläubiger mit einer besonderen Sicherheit ausgestattet worden ist, z. B. mit Faust- bzw. Grundpfand oder einer Bürgschaft.

Im Bankverkehr unterscheidet sich das Darlehen als feste Schuldverpflichtung vom Kontokorrentkredit wegen der unterschiedlichen rechtlichen Grundlagen. Im **Kontokorrentkredit** wird dem Bankkunden ein Höchstbetrag als Kredit, die **Kreditlimite**, auch Kreditlinie oder Line of Credit genannt, zur Verfügung gestellt. Der Kreditnehmer ist nicht verpflichtet, den Kredit zu beanspruchen. Er hat in der Regel der Bank für die Kreditbereitstellung eine Kommission zu vergüten. Dagegen wird die Darlehenssumme dem Kreditnehmer nach Abschluss des Darlehensvertrages voll belastet, selbst wenn dieser die Summe nicht sofort benötigt.

Grössere mittel- bis langfristige ungedeckte Kredite, welche die Refinanzierungskapazität oder die Risikotragfähigkeit einer einzelnen Bank übersteigen, werden als Konsortialkredit, auch **syndizierter Kredit (Syndicated Loan)**³⁷ genannt,

36 Als die Züblin Immobilien Gruppe 2006 die bestehenden 21 Einzeldarlehen auf Geschäftsliegenschaften durch eine Konsortialfinanzierung von bis zu CHF 360 Mio. abgelöst hat, betrug diese Entschädigung CHF 4.2 Mio. Dieser einmalige Aufwand wurde in den Folgejahren durch tiefere Zinssätze kompensiert. Quelle: Pressemitteilung vom 31.3.2006.

37 Näheres zu Syndicated Loans siehe Straub, R.: Syndicated Loans, in GBF-Lexikon, S. 1015.

auf **Roll-Over-Basis**³⁸ und in der Regel in verschiedenen Währungen (Multi-Currency-Klausel) abgewickelt. Bei syndizierten Krediten spielen die Kreditvereinbarungen über die Einhaltung von Finanzkennziffern, die sogenannten **Covenants**, für Anleihen eine besonders wichtige Rolle. Bei Nichteinhaltung sind die Banken grundsätzlich berechtigt, den Kredit zur Rückzahlung zu kündigen.

Die Auflage von Covenants steht in der Rechnungslegung oft in Verbindung mit der Annahme der Unternehmensfortführung (Going Concern). Zweifel an dieser Annahme sind im Anhang entsprechend offenzulegen.

Beispiel des Einflusses von Covenants auf die Annahme der Unternehmensfortführung, Schmolz und Bickenbach AG, Emmenbrücke

Anhanginformation Capital Management

Since the amount of the financial expenses for the syndicated loan is linked to the ratio of net debt to EBITDA, this financial ratio, besides other financial covenants minimum liquidity and consolidated economic equity, is monitored on an ongoing basis within the capital management framework so as to secure the most favorable conditions possible for the Group's financing.

Informationen zum Going Concern

Beginning in 2021 and intensifying in 2022, Swiss Steel Group benefited from the strong post COVID-19 market recovery throughout its main customer industries, leading to higher margin realization and improved profitability. The market recovery in combination with the ongoing transformation efforts enabled Swiss Steel Group to record a strong EBITDA in 2022. However, the continued global semiconductor shortage and additional automotive supply chain disruptions triggered by the Russia/Ukraine conflict, coupled with logistical capacity constraints in Europe, have negatively affected both the demand for and the ability to produce and ship the Group's products. Furthermore, sales volume and profitability have been adversely impacted by the stoppage of the steel mill in Ugine following the crane collapse in early January 2022. The steel mill production in Ugine restarted with approximately 65 % of capacity in June 2022 and will reach full capacity again in the first quarter of 2023. Starting in Q4 2021, energy prices, namely for electricity and natural gas, increased significantly and escalated further in 2022, exacerbated by uncertainties about energy supply in light of the war in Ukraine and maintenance shutdowns at French nuclear power plants. A further escalation of energy prices during winter 2022/2023 did not materialize but prices remained elevated in Q4 2022 and in the

38 Roll-Over: Der Zins wird periodisch in Anlehnung an einen bestimmten Referenzzinssatz (Beispiel früher LIBOR, heute SARON) angepasst. Nyffeler, P.: Roll-Over-Kredit, in: GBF-Lexikon, S. 922.

beginning of 2023. While Swiss Steel Group managed to pass on these significant cost increases to customers by establishing an energy surcharge, it has led to a significant increase in working capital and thus in a negative free cash flow in the first half of 2022. The Group was able to mitigate the impact of high energy prices and realized a positive free cash flow in the second half of 2022, but this strict cash focus led to foregoing certain market opportunities and negatively impacted shipments in the second half of 2022 and in the beginning of 2023. The Group's ability to continue as a going concern is mainly dependent on the availability of sufficient liquidity, the adherence to the agreed financial covenants and the ability to repay short-term external financing. The Group expects to return to a normalized production level and sales volume in 2023 with Ugitech again fully participating in the market. Decreasing energy prices, as observed in the spot and futures market since late December 2022 are expected to lead to a normalization of the Group's working capital over time, releasing liquidity in the process. Moreover, in February 2023, the Group signed a definitive agreement for the sale of several distribution entities with sale proceeds expected for Q2 2023. However, several uncertainties with regard to liquidity levels remain. These are mainly related to the future development of relevant markets, energy prices, the implementation of the planned net working capital and restructuring measures. When preparing the consolidated financial statements, the continuation of Swiss Steel Group as a going concern was assessed as positive by the Board of Directors and by the Executive Board. It is expected that the rebound in the Group's market participation paired with stabilizing energy markets as well as the expected cash inflow from divestments will enable Swiss Steel Group to cover its liquidity needs and to remain compliant with the applicable financing conditions so that the Group can continue its business activities over the next twelve months. Furthermore, it is expected that sufficient mitigating factors are available to overcome the inherent and specific forecasting risks, should they materialize during 2023. Therefore, these consolidated financial statements have been prepared on a going concern basis.³⁹

Rechtsgrundlage für die Gewährung von Darlehen ist der Darlehensvertrag (OR 312–318). Die meisten gesetzlichen Bestimmungen sind nicht zwingend (dispositives Recht), sodass sich das Darlehensverhältnis nach den Bedürfnissen der Parteien frei gestalten lässt.

4.1.2 Besondere Formen

Die vertraglichen Bedingungen über Verzinsung und Rückzahlung des Darlehens können entsprechend den Bedürfnissen der Vertragsparteien angepasst werden,

³⁹ Quelle: Geschäftsbericht Schmolz und Bickenbach 2022.

weshalb sich in der Praxis verschiedene Sonderformen entwickelt haben. Es werden folgende besondere Formen differenziert:

Partiarische Darlehen

Beim partiarischen Darlehen wird mit dem Darlehensnehmer als Entschädigung eine vom Geschäftsergebnis abhängige Vergütung vereinbart. Das partiarische Darlehen ist nicht mit der stillen Gesellschaft zu verwechseln, da der Darlehensgeber nicht Gesellschafter wird. Der Darlehensgläubiger kann im Fall des Konkurses der Unternehmung stets seine Forderung anmelden und mit den anderen Gläubigern am Ergebnis der Zwangsverwertung teilnehmen. In der Praxis ist jedoch die Grenzziehung zur einfachen Gesellschaft nicht einfach.

Auch der *employé intéressé*, der Angestellte mit gewinnbeteiligter Einlage im Geschäft, kann in diesem Sinne Darlehensgläubiger sein, wobei die Abgrenzung des partiarischen Arbeitsvertrages von einem Gesellschaftsverhältnis ebenfalls schwierig ist.

Grundlage für die Berechnung des Gewinnanteiles des partiarischen Darlehensgläubigers bildet im Zweifelsfall immer der Jahresgewinn. Der Partiar ist dagegen in der Regel an einem allfälligen Liquidationsgewinn bei der Veräusserung des Geschäftes nicht anteilsberechtig. Es ist auch möglich, dass der Kreditnehmer eine zum Voraus feststehende Entschädigung zusichert, entweder in Form einer bescheidenen festen Zinsvergütung oder auch eines Mindestgewinnanteils. In diesem Fall liegt eine Verbindung eines gewöhnlichen mit einem partiarischen Darlehen vor.⁴⁰

Wandeldarlehen

Beim Wandeldarlehen wird dem Gläubiger das Recht eingeräumt, anstelle der Rückzahlung der Darlehenssumme nach zum Voraus festgelegten Bedingungen Beteiligungspapiere zu erwerben. Wandeldarlehen sind ein klassisches Beispiel für ein hybrides Finanzierungsinstrument.

Darlehen mit Rangrücktritt

Wenn die Unternehmungsleitung bei knapper Eigenkapitalausstattung nicht in der Lage ist, den zusätzlichen Kapitalbedarf durch eine Einlage der Gesellschafter zu decken, ist ein Darlehen mit Rangrücktritt, auch nachrangiges Darlehen (Subordinated Loan) genannt, eine Ersatzlösung. Der Darlehensgläubiger ist bereit, auf die Geltendmachung seiner Forderung zu verzichten, solange die übrigen Gläubiger nicht voll befriedigt sind. Eine besondere Rolle spielt der Einsatz von Darlehen,

⁴⁰ Meier-Hayoz, A./Forstmoser, P.: Schweizerisches Gesellschaftsrecht, Bern 2007, S. 30 und S. 378. Meier-Hayoz, A./Forstmoser, P./Sethe, R.: Schweizerisches Gesellschaftsrecht, Bern 2018, S. 32.

welche in Kapitalgesellschaften von den Gesellschaftern als eigenkapitalersetzende Darlehen gewährt werden. Die damit verbundenen besonderen Probleme werden deshalb im folgenden Kapitel ausführlich dargestellt.

4.2 Aktionärsdarlehen als Sonderfall

Gewähren Inhaber von Beteiligungsrechten (Aktien, GmbH-Anteile) der Gesellschaft Darlehen oder Kontokorrentvorschüsse, sind im Vergleich zur üblichen Fremdfinanzierung durch Banken oder andere Finanzinvestoren abweichende Überlegungen massgebend. Besonders vielfältig sind die Aspekte der konzerninternen Darlehensfinanzierung (Mutter-, Tochter- und Schwestergesellschaften).

Wichtigstes Motiv für die bei der Finanzierung von KMU verbreiteten Aktionärsdarlehen sind die im Vergleich zur Beteiligungsfinanzierung damit verbundenen steuerlichen Vorteile. Gewinnausschüttungen in Form von Dividenden sind für die Gesellschafter wegen der wirtschaftlichen Doppelbelastung bekanntlich wenig attraktiv. Für die Gesellschaft sind dagegen die Zinsen auf Aktionärsdarlehen grundsätzlich gewinnsteuernmindernder Aufwand (Finanzaufwand). Darlehenszinsen unterliegen zudem nicht der Verrechnungssteuer (VSTG 4 I a). Überdies können den Gesellschaftern auch bei einem Verlustabschluss Zinsen gutgeschrieben werden, während die Ausschüttung von Dividenden einen Gewinn oder frei verfügbare Reserven voraussetzt.

Die Gläubiger einer Aktiengesellschaft gehen davon aus, dass die Hauptaktionäre ihre Darlehensforderungen bei finanziellen Schwierigkeiten des Unternehmens nicht geltend machen. Aktionärsdarlehen werden deshalb bei der Beurteilung der Kapitalstruktur als **wirtschaftliches Eigenkapital** betrachtet. Im Handelsrecht wird dafür der Begriff des **eigenkapitalersetzenden Darlehens** verwendet. Ein besonderer Anwendungsfall der Darlehensgewährung durch Aktionäre liegt vor, wenn Dritte, welche nicht bereits durch eine Eigenkapitalbeteiligung engagiert sind, den entsprechenden Kapitalbetrag aus Risikoüberlegungen gar nicht oder nicht zu gleichen Konditionen zur Verfügung gestellt hatten.

Eine auch rechtlich klare eigenkapitalersetzende Wirkung haben Aktionärsdarlehen mit einem formellen Rangrücktritt. Die Aktionärsdarlehensgläubiger erklären verbindlich zu Gunsten aller anderen Gläubiger, dass sie im Fall einer Zahlungsunfähigkeit (Insolvenz) oder Liquidation der Gesellschaft ihre Ansprüche erst geltend machen, wenn die finanziellen Verpflichtungen gegenüber allen anderen Gesellschaftsgläubigern vollständig erfüllt sind. Eine solche originäre (ursprüngliche) Rangrücktrittserklärung wird vor allem bei Anleihen oder bei Blankokrediten gegenüber der Bank abgegeben. Eine nachträgliche Rangrücktrittserklärung ist im Fall einer akuten Überschuldung häufig. Nach OR 725 II kann der Verwaltungsrat auf die Benachrichtigung des Richters verzichten, wenn Gesellschaftsgläubiger im Ausmass der Unterdeckung im Rang mit allen anderen Gesellschaftsgläubigern zurücktreten und auf die Tilgung ihrer Kapitalforderung verzichten, solange der

Zustand der Überschuldung andauert.⁴¹ Eine nachträgliche Rangrücktrittserklärung kann auch von anderen Kreditgebern abgegeben werden, welche ein Interesse an der Vermeidung der Zahlungsunfähigkeit der Gesellschaft haben. Auch bei einer Sanierung hat jedoch ein Rangrücktritt nicht die Bedeutung eines Forderungsverzichts.

Die Gewährung von Aktionärsdarlehen anstelle von Aktienkapital zur Vermeidung der wirtschaftlichen Doppelbelastung kann in einem Umfang erfolgen, welcher als Steuerumgehung zu betrachten ist. Aus diesem Grund ist im Steuerrecht der Begriff des verdeckten Eigenkapitals entwickelt worden (DBG 65). Zudem besteht ein Anreiz, mit Aktionärsdarlehen die kantonale Kapitalsteuer zu reduzieren.

Verdecktes Eigenkapital ist jener Teil des Fremdkapitals, dem wirtschaftlich die Bedeutung von Eigenkapital zukommt. Der Begriff des verdeckten Eigenkapitals beschreibt im Steuerrecht die Umgehung von Kapital- und Gewinnsteuern zur Milderung der wirtschaftlichen Doppelbelastung.

Liegt verdecktes Eigenkapital vor, sind die den Aktionären darauf gutgeschriebenen Zinsen verdeckte Gewinnausschüttung und deshalb dem steuerbaren Gewinn dazuzuschlagen. Eine verdeckte Gewinnausschüttung bei Aktionärsdarlehen liegt auch vor, wenn den Aktionären auf ihren Darlehen über den Marktniveau liegende Zinsen gutgeschrieben werden.⁴²

Für die kantonalen Steuern der Kapitalgesellschaften wird das verdeckte Eigenkapital zum steuerbaren Eigenkapital hinzugerechnet. Die Frage, ob und inwieweit einem Aktionärsdarlehen »wirtschaftlich die Bedeutung von Eigenkapital zukommt«, wird aufgrund eines Drittvergleichs beantwortet. Die Aktiengesellschaft kann sich gegenüber ihren Aktionären ohne steuerrechtliche Folgen gemäss DGB 65 verschulden, als sie dies aus eigener Kraft auch gegenüber Dritten, z. B. einer Bank, hatte tun können. Die Verschuldungsgrenze berechnet sich grundsätzlich nach dem Verkehrswert der Aktiven, d. h. in der Regel von den Gewinnsteuerwerten.⁴³ Gemäss StHG 29a haben die Kantone bei der Gestaltung der Kapitalsteuer das steuerbare Eigenkapital um jenen Teil des Fremdkapitals zu erhöhen, dem wirtschaftlich die Bedeutung von Eigenkapital zukommt.

Die Eidgenössische Steuerverwaltung hat die Ansätze festgelegt, die als Höchstbetrag der von der Gesellschaft aus eigener Kraft erhältlichen fremden Mittel zu betrachten sind (► Dar. 5).

41 Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht, Zürich, 2010, S. 1857.

42 Siehe das jährlich erscheinende Merkblatt der ESTV: Zinssätze für die Berechnung von geldwerten Leistungen. Diese richten sich nach den jeweiligen Marktverhältnissen.

43 Die Gewinnsteuerwerte sind für Kapitalgesellschaften die massgeblichen Werte für Vermögenswerte und Verbindlichkeiten für die Besteuerung.

Flüssige Mittel	100 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, andere Forderungen, Vorräte, übriges Umlaufvermögen	85 %
Obligationen in Schweizer Franken	90 %
Obligationen in Fremdwährungen, übrige Liegenschaften	80 %
Kotierte Aktien	60 %
Nicht kotierte Aktien und Stammanteile GmbH	50 %
Beteiligungen, Fabrikliegenschaften, Bauland, Betriebsliegenschaften	70 %
Darlehen	85 %
Betriebseinrichtungen	50 %
Immaterielle Anlagen	70 %

Dar. 7: Maximal zulässige Fremdfinanzierung nach dem Steuerrecht (Quelle: Kreisschreiben Nr. 6 der ESTV vom 6. Juni 1997)

Für Finanzgesellschaften beträgt das maximal zulässige Fremdkapital in der Regel ein Siebtel der Bilanzsumme. Soweit die ausgewiesenen Schulden das zulässige Fremdkapital übersteigen, ist verdecktes Eigenkapital anzunehmen. Es gilt jedoch nur derjenige Teil als verdeckt, der direkt oder indirekt von Anteilshabern oder diesen nahestehenden Personen stammt. Ein allfälliger Verlustvortrag kann nur mit den Reserven, nicht aber mit dem um das verdeckte Eigenkapital erhöhten einbezahlten Grundkapital verrechnet werden.

Die auf das verdeckte Eigenkapital entfallenden Schuldzinsen werden dem ausgewiesenen Reingewinn hinzugerechnet und gemäss DBG 57 ff. besteuert. Wegen der Bedeutung der Finanzbeziehungen zwischen der Gesellschaft und ihren Aktionären für die Beurteilung der Finanzlage schreibt OR 959a IV zwingend vor, dass Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Aktionären, die eine Beteiligung an der Gesellschaft halten, gesondert auszuweisen sind. Weiter gehen die Rechnungslegungsstandards. So schreibt FER 15 vor, dass alle nahestehenden Personen ihre wesentlichen Transaktionen sowie daraus resultierenden Guthaben oder Verbindlichkeiten offenzulegen haben.

Beispiel Ermittlung des verdeckten Eigenkapitals

P. Pfiffig ist Alleinaktionär der Exemplag Fabrikationsunternehmung. Er legt Wert auf eine solide Kapitalausstattung mit einem Eigenfinanzierungsgrad von rund 60 %. Aus steuerlichen Überlegungen beschränkte er die Beteiligungsfinanzierung auf ein Aktienkapital von lediglich TCHF 200 und gewährte ein

Darlehen von TCHF 3 050. Betriebswirtschaftlich ist es einleuchtend, dass der bei einem ausgewiesenen Eigenkapital von TCHF 400 abgeleitete Eigenfinanzierungsgrad von 7.6 % eine Fremdkapitalbeschaffung bei Dritten in diesem Ausmass verhindert hätte. Das Darlehen von Pfiffig ersetzt notwendiges Eigenkapital und wird zu 3.5 % verzinst. Es ist deshalb abzuklären, in welchem Umfang steuerrechtlich relevantes verdecktes Eigenkapital vorliegt. Die entsprechende Berechnung des zulässigen Fremdkapitals bei der gegebenen Struktur der Aktiven erfolgt gemäss den Richtlinien des Kreisschreibens der ESTV. Die Bilanz setzt sich aus folgenden Buchwerten zusammen, wobei keine stillen Reserven bestehen (alle Werte in TCHF):

Banken	250	Verbindlichkeiten L&L	800
Forderungen L&L	1 000	Hypotheken	1 000
Vorräte	1 000	Darlehen Pfiffig	3 050
Maschinen	1 000	Aktienkapital	200
Immobilien	2 000	Gesetzliche Gewinnreserven	200
Total Aktiven	5 250	Total Passiven	5 250

Die Berechnung des verdeckten Eigenkapital ist wie folgt:

Aktivposition		Quote	maximal anrechenbares Eigenkapital
Banken	250	100 %	250
Forderungen L&L	1 000	85 %	850
Vorräte	1 000	85 %	850
Maschinen	1 000	50 %	500
Immobilien	2 000	70 %	1 400
Maximal anrechenbares Fremdkapital			3 850
Fremdfinanzierung gemäss Bilanz			4 850
Verdecktes Eigenkapital			1 000

Die auf dem verdeckten Eigenkapital gutgeschriebenen Zinsen gelten als nicht geschäftsmässig begründeter Aufwand. Verbuchter Zins auf dem Aktionärsdarlehen: TCHF 106.75 (3.5 % von TCHF 3 050) Auf dem als verdecktes Eigenkapital

qualifizierten Teil des Darlehens von Herrn Pfiffig im Betrag von TCHF 1 000 gilt der Darlehenszins von TCHF 35 (3.5 % von TCHF 1 000) als **verdeckte Gewinnausschüttung**, welche dem steuerbaren Gewinn, dem steuerbaren Einkommen von Herrn Pfiffig hinzugerechnet wird und der Verrechnungssteuer unterliegt. In der kantonalen Kapitalsteuer werden überdies TCHF 1 000 auf dem Eigenkapital aufgerechnet.⁴⁴

Sofern ein Aktionär ein Darlehen von seinem Unternehmen gewährt erhält, ist dem Umstand des Einlagerückgewähr nach OR 680 I Beachtung zu schenken. Die Einlagerückgewähr besagt, dass der Aktionär eine geleistete Einlage nicht zurückerhalten darf. Sofern er ein Aktionärsdarlehen erhält, ist dieses zu verzinsen (Mindestzinsatz nach steuerrechtlichen Vorgaben) und nach betriebswirtschaftlichen Kriterien zu amortisieren.⁴⁵ Insbesondere schränkt ein Aktivdarlehen die Ausschüttungsfähigkeit eines Unternehmens ein, da Dividenden nur aus Jahresgewinnen oder freien Reserven erfolgen können.

4.3 Einlagekonten des Personals

Verschiedene Unternehmungen bieten ihren Arbeitnehmern Gelegenheit, Ersparnisse auf Einlagekonten bei der Firma anzulegen. Auf diese Einlagen wird ein höherer Zins vergütet, als er bei den Banken üblich ist.⁴⁶

Obwohl grundsätzlich nur Banken gemäss BankG 1 I und öffentlich-rechtliche Körperschaften gewerbsmässig Publikumseinlagen entgegennehmen dürfen, räumt die BankV 3 I i. V. m. BankV 5 II lit. e, allen Unternehmungen im Sinne einer Ausnahme das Recht ein, von ihren Arbeitnehmern und Arbeitnehmerinnen sowie pensionierten Mitarbeitern Einlagen entgegenzunehmen.

Die Problematik der Entgegennahme von Spargeldern des Personals durch Firmendepositenkassen wurde einer breiteren Öffentlichkeit beim Zusammenbruch der Swissair und der Swiss Dairy Food bewusst. Auf die als Konsequenz daraus von der Bankenaufsicht geforderte Abschaffung von Betriebsdepositenkassen wurde

44 Beispiel in Anlehnung an Jaussi, Th./Pfirter, M./Ghielmetti, C.: Fremdfinanzierung im schweizerischen Unternehmenssteuerrecht, Muri 2010, S. 150 ff.

45 Im Steuerrecht kann ein nicht zurückerstattetes Aktivdarlehen als simuliertes Darlehen qualifiziert werden und stellt eine geldwerte Leistung dar.

46 Gemäss Geschäftsbericht 2010 der Bossard-Gruppe wird auf den Einlagen bei der Personaldepositenkasse (Ende 2010 CHF 20.9 Mio.) ein Vorzugszins von 2.8 % vergütet. Im gleichen Zeitpunkt betrug die Zinsvergütung bei Banken 0.5–1.0 %. Die Guthaben auf den Personaldepositenkasse werden im Konzernabschluss unter kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten ausgewiesen. In einem früheren Geschäftsbericht wurde ausdrücklich auf den Unterschied zwischen dem formell kurzfristigen und materiell langfristigen Charakter dieser Verbindlichkeiten hingewiesen. Nach dem Grundsatz »Substance over Form« handelt es sich um langfristiges Fremdkapital.

2004 nach einer breiten Diskussion jedoch verzichtet, weshalb diese weiterhin zulässig sind und nicht dem Bankengesetz unterstehen.⁴⁷

Es ist lediglich der Unternehmung nach BankG 15 verboten, für diese Einlagenkonten das Wort »Sparen« zu verwenden. Formell handelt es sich bei diesen Einlagen der Mitarbeiter um kurzfristige Verpflichtungen. Üblicherweise werden solche Einlagen jedoch auf längere Zeit überlassen. BankV 17 rechnet z. B. deshalb nur 15 % der Einlagen zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten, sofern diese einer Rückzugsbeschränkung unterliegen. Bestehen für Rückzüge keine Kündigungsfristen, sind 50 % der Bestände als kurzfristig zu betrachten.⁴⁸ Die Identität der Einleger ist gegenüber den Steuerbehörden offenzulegen, weil sich – gemäss einem Entscheid des Bundesgerichts – eine private Unternehmung nicht auf das Bankgeheimnis berufen kann.

An dieser Stelle ist zu erwähnen, dass die BankV 5 I lit. e. und lit. f eine mit den Betriebsdepositenkassen vergleichbare Ausnahmeregelung auch für Publikumseinlagen bei Vereinen, Stiftungen oder Genossenschaften vorsieht, sofern diese Institutionen einen ideellen Zweck oder die gemeinsame Selbsthilfe verfolgen und nicht im Finanzbereich tätig sind, Einlagen ausschliesslich dafür verwenden und die Laufzeit der Einlagen mindestens 6 Monate beträgt. Von dieser Ausnahmebestimmung machen vor allem die COOP-Gruppe und zahlreiche Baugenossenschaften Gebrauch.⁴⁹

4.4 Notes

Notes sind fest oder variabel verzinsliche Wertrechte mit Laufzeiten zwischen drei und acht Jahren, welche ausschliesslich als Privatplatzierungen von Banken und Effekthändlern ihrer Kundschaft angeboten werden. Rechtlich handelt es sich um Anleiensobligationen. Vielfach erfolgt die Ausgabe im Rahmen von Medium-Term-Note-Programmen international tätiger Konzerne, bei Roche beispielsweise für verschiedene Währungen.⁵⁰

Von ihrer Finanzierungsfunktion her sind die Notes mit den Kassenobligationen zu vergleichen. Diese gelten als Publikumseinlagen und dürfen nur noch von Banken und Körperschaften des öffentlichen Rechts ausgegeben werden (BankG 1 II mit Ausnahmen nach BankV).

47 Jahresbericht Eidgenössische Bankenkommission 2003, S. 43.

48 BankV (Stand Januar 2022).

49 Die COOP nahm 2011 in 24 Verkaufsniederlassungen von den Kunden Geld auf Depositenkonten im Betrag von CHF 1 415 Mio. (Vorjahr CHF 1 265 Mio.) entgegen, Quelle: Geschäftsbericht 2011, S. 99.

50 Die Programme sind 2008 ausgelaufen. Die Notes wurden zurückbezahlt, Geschäftsbericht Roche 2008, S. 112.

4.5 Hypothekendarlehen

Besitzt die Unternehmung Liegenschaften, so kann sie langfristiges Fremdkapital durch Aufnahme von Hypothekendarlehen beschaffen. Der Hypothekarkredit kann in der Schweiz in zwei verschiedenen Rechtsformen (ZGB 793 I) in Anspruch genommen werden, durch Errichtung

- einer Grundpfandverschreibung oder
- eines Schuldbriefes.

Durch die **Grundpfandverschreibung** wird eine beliebige, gegenwärtige oder zukünftige Forderung grundpfandrechtl. sichergestellt (ZGB 824 ff.). Die Grundpfandverschreibung kann auch errichtet werden, wenn der Forderungsbetrag nicht zum Voraus festgelegt und Schwankungen unterworfen oder die Forderung noch gar nicht entstanden ist. Die Grundpfandverschreibung eignet sich deshalb vor allem zur Sicherstellung eines Kontokorrentkredites oder einer Kaufpreisrestanz. Sie wird deshalb auch als Sicherungshypothek bezeichnet.

Durch den **Schuldbrief** wird dagegen eine persönliche Forderung begründet, die grundpfandlich sichergestellt ist (ZGB 842 ff.). Als Gläubiger kann der Inhaber oder eine bestimmte Person, namentlich der Grundeigentümer selbst (**Eigentümer-Schuldbrief**), bezeichnet werden (ZGB 860).

Er kann wie bisher als **Papier-Schuldbrief** oder neu als papierloser Register-Schuldbrief ausgestellt werden (ZGB 843). Der **Register-Schuldbrief** ist ein Wertrecht. Die Errichtung und Übertragung oder Verpfändung erfolgt ausschliesslich durch Eintragung im Grundbuch. Der Verzicht auf ein Wertpapier vereinfacht den Rechtsverkehr. Der Papier-Schuldbrief als Pfandtitel ist ein zur Zirkulation geeignetes Wertpapier. Die Möglichkeit der Darlehensaufnahme durch Bestellung eines Grundpfandes ist für industrielle Unternehmungen jedoch beschränkt, weil Fabrikgebäude der Bank nur so lange als ausreichende Sicherheit dienen, als darin nutzbringend gearbeitet wird. Neben dem Fabrikgebäude werden auch die mit dem Gebäude fest verbundenen Einrichtungen, das sogenannte gesetzliche Zugehör, sowie die in einem besonderen im Grundbuch eingetragenen Verzeichnis ausdrücklich als Zugehör erklärten Geräte und Werkzeuge mitverpfändet (ZGB 644 f., 805, 946).

Die **Belehnungssätze** können von Objekt zu Objekt stark variieren. Hypothekendarlehen auf Fabrikliegenschaften werden in der Regel nicht über den geschätzten Liquidationswert der Gebäude hinausgehen und maximal 50 % des Verkehrswertes betragen. Fabrikhypotheken sind im Allgemeinen regelmässig um 5 bis 10 % des ursprünglichen Betrages zu tilgen.

Bei gewerblichen Liegenschaften ist eine Belehnung im ersten Rang ohne weitere Sicherheiten von 50 bis 60 % des Verkehrswertes möglich. Der Zinssatz richtet sich nach der Belehnungsgrenze (1. Hypothek, 2. Hypothek), nach dem Pfandobjekt und nach den Verhältnissen auf dem Kapitalmarkt. Angesichts des erhöhten Risikos bei einer Zwangsverwertung sind Hypotheken auf industriellen Liegenschaften zudem immer höher verzinslich als Hypotheken auf Wohnhäuser.

Die Kündigungsfristen sind verschieden geregelt. Meistens wird eine jederzeitige dreimonatige Kündigungsfrist vorgesehen. Nach ZGB 847 kann der Schuldbrief vom Gläubiger oder Schuldner mit halbjähriger Kündigungsfrist auf Ende jeden Monats gekündigt werden, wenn nichts anderes vereinbart ist. Für den Gläubiger darf die Frist jedoch nicht unter drei Monate vereinbart werden (Ausnahme: Zahlungsverzug des Schuldners).

In den letzten Jahren haben die sogenannten **Festhypotheken**, d. h. Darlehen mit einer festen Laufzeit, von 2 bis 10 Jahren erheblich zugenommen. Grundsätzlich sind die Sätze für Festzinshypotheken bei längeren Laufzeiten höher als jene für variabel verzinsliche Darlehen, weil der Kunde für die Dauer der Laufzeit kein Zinsänderungsrisiko trägt. Je länger die Laufzeit, desto höher der Zins. Die meisten Banken bieten neben den beiden klassischen Formen noch andere Modelle an. Der Hypothekarzins ist nach seiner Verursachung zu buchen. Wird die Hypothek zur Finanzierung einer Liegenschaft errichtet, so muss er als Immobilienaufwand verbucht werden. Dient die Hypothek dagegen der Beschaffung flüssiger Betriebsmittel, so ist er dem betrieblichen Finanzaufwand zu belasten.

Hypotheken im Privatgebrauch werden nach den Regeln der Tragbarkeit vergeben. Die wesentlichen Regeln sind dabei:

- Die Zinslast mit einem kalkulatorischen Zinssatz von 5 % errechnet.
- Die Zinslast ist maximal ein Drittel des verfügbaren Einkommens der natürlichen Person.
- Die erste Hypothek entspricht zwei Drittel des Verkehrswertes der Liegenschaft. Ausnahmsweise kann die zweite Hypothek bis 80 % des Verkehrswertes entsprechen, sofern sie über 10 bis 15 Jahre amortisiert wird.

Diese Tragbarkeitsregeln sind bei Unternehmen nicht anwendbar. Vielmehr ist die Ertragskraft einer Immobilie sowie die Verschuldungskapazität zu berücksichtigen.

4.6 Darlehen der unternehmenseigenen Vorsorgeeinrichtung

Das BG über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) sieht vor, dass alle Arbeitnehmer, sofern sie zur obligatorisch zu versichernden Gruppe gehören, einer registrierten Vorsorgeeinrichtung (BVG 48 ff.) angehören müssen. Arbeitgeber, die keine eigene Vorsorgeeinrichtung gründen oder für bestimmte Mitarbeiterkategorien eine Zusatzvorsorge anbieten möchten, können sich einer **Sammel- oder Gemeinschaftsstiftung** anschließen, die von Lebensversicherungs- und Treuhandgesellschaften sowie von Banken errichtet worden sind.

Nach dem Risikoträger ist vereinfachend zwischen **autonomen Pensionskassen** und **Kollektivversicherung** bei einer konzessionierten Lebensversicherungsgesellschaft zu unterscheiden. Autonome Kassen verwalten das Vermögen selbst, was im Allgemeinen u. a. als ein Vorteil gegenüber der Kollektivversicherung betrachtet wird. Für die Bewirtschaftung des Vermögens einer Vorsorgeeinrichtung sind in

den letzten Jahren die zu beachtenden gesetzlichen Richtlinien verschärft worden (BVV 2, 49 ff.).

Anlagen der Vorsorgeeinrichtung beim Arbeitgeber sind insofern problematisch, weil vor allem finanzschwache Firmen die Vorsorgeeinrichtung als Finanzierungsquelle in Anspruch nehmen und die Arbeitnehmervertreter im Stiftungsrat nicht wagen, gegen die Kreditgewährung an das Arbeitgeberunternehmen zu opponieren. Deshalb sind die Vorschriften über die Gewährung von Darlehen der Personalvorsorgeeinrichtungen an die Arbeitgeberunternehmung aufgrund der schlechten Erfahrungen in der Rezession immer wieder revidiert worden.

Das Vermögen darf, soweit es zur Deckung der Freizügigkeitsleistungen sowie zur Deckung der laufenden Renten gebunden ist, nicht ungesichert beim Arbeitgeber angelegt werden (BVV 2, 57 I). Als Sicherstellung gelten Garantien von öffentlich-rechtlichen Gemeinwesen und Banken sowie Grundpfänder bis zu zwei Drittel des Verkehrswertes. Betriebliche Liegenschaften des Arbeitgebers, welche ihm zu mehr als 50 % ihres Wertes für Geschäftszwecke dienen, gelten nicht als Sicherstellung. Zudem schränkt BVV 2, 57 III die direkte Anlage in Immobilien, welche dem Arbeitgeber zu mehr als 50 % ihres Wertes zu geschäftlichen Zwecken dienen, auf höchstens 5 % des Vermögens ein.

Ungesicherte Anlagen und Beteiligungen beim Arbeitgeber dürfen überdies 5 % des Vermögens der Vorsorgeeinrichtung nicht übersteigen. Die strengeren Vorschriften haben in den letzten Jahren zu einem deutlichen Rückgang der Anlagen von Vorsorgeeinrichtungen beim Arbeitgeber geführt. Sie betragen 1992 mit CHF 36.5 Mrd. 14.7 % der Aktiven und sind bis 2008 auf CHF 11.5 Mrd. oder anteilmässig 2.1 % der Anlagen zurückgegangen.⁵¹

Nichtregistrierte Einrichtungen sowie Fürsorge-, Wohlfahrts- und patronale Fonds haben sich allenfalls nach den Bestimmungen von ZGB 89 bis IV zu richten. Diese werden ausschliesslich durch Zuwendungen des Arbeitgebers gebildet und erbringen freiwillige Leistungen in Ergänzung zu den reglementarischen Verpflichtungen (Unterstützung in Harte- und Notfällen sowie bei Sanierungsmassnahmen der Pensionskasse). Die Zahl der patronalen Stiftungen ist in den letzten Jahren wegen der veränderten Rahmenbedingungen in der beruflichen Vorsorge stark zurückgegangen. Dabei ist zu beachten, dass die Zinsen den marktüblichen Konditionen entsprechen (BVV 2) und regelmässig an die Stiftung überwiesen werden, um einen zusätzlichen Anstieg der Verschuldung des Arbeitgebers bei der Stiftung zu vermeiden.

Wegen der Bedeutung der wirtschaftlichen Lage der Vorsorgeeinrichtungen zur Beurteilung der Finanzlage des Unternehmens sehen die Rechnungslegungsstandards (FER 16 und IAS 19) weit über das gesetzliche Minimum hinausgehende ausführliche Informationen vor.⁵² Im handelsrechtlichen Abschluss sind lediglich die Verpflichtungen gegenüber den Vorsorgeeinrichtungen im Anhang aufzuführen.

51 Van Daam, Y.: 25 Jahre BVG, in: ST 5/2011, S. 328.

52 Suter, D.: Konzernrechnung und Vorsorgeverpflichtungen. Ein Vergleich von IAS 19 und Swiss GAAP FER 16, in: ST 5/2012, S. 317 ff.

ren (OR 959 II Ziff. 7). Auch die Vorsorgeeinrichtungen haben für ihre Rechnungslegung ausführliche zwingende Vorschriften gemäss FER 26 zu beachten.

4.7 Mittel- und langfristige Exportfinanzierung

Beim Export von Investitionsgütern und Dienstleistungen in Emerging Markets muss der Exporteur in der Regel eine Offerte mit einer dem Vertragswert entsprechenden langfristigen Finanzierung ab Inbetriebnahme der Anlage unterbreiten.

Zur Forderung der Schweizerischen Exportwirtschaft können sich die Unternehmen gegen die mit dem Exportgeschäft verbundenen finanziellen Risiken bei der schweizerischen Exportrisikoversicherung (**SERV**), einer öffentlich-rechtlichen Anstalt des Bundes, welche 2007 die schweizerische Exportrisikogarantie (ERG) abgelöst hat, versichern. Die SERV versichert Lieferungen und Dienstleistungen ins Ausland gegen Rückstände in Zahlungseingang oder gegen andere Verluste aus Forderungen gegenüber staatlichen oder privaten Schuldnerinnen.⁵³

Versicherbar sind konkret folgende Risiken:⁵⁴

- Politische Risiken,
- Transferschwierigkeiten und Zahlungsmoratorien,
- höhere Gewalt,
- Delkredererisiken,
- Risiken aus Anzahlungsgarantie (**Advanced Payment Guarantee**),
- Erfüllungsgarantie (**Performance Bond**),
- Bietungsgarantie (**Bid Bond**)⁵⁵.

Das Kernstück der Exportfinanzierung bilden Exportkredite mit festen Laufzeiten von zwei bis zwölf Jahren. Es sind verschiedene Formen möglich. Der **Bestellerkredit**, auch **Käuferkredit** oder **Buyer's Credit** genannt, ist ein Kreditvertrag mit dem ausländischen Käufer oder seiner Bank. Dieser vergütet aus der Kreditsumme dem schweizerischen Exporteur den Kaufpreis der Lieferung oder Dienstleistung. Der Erlös aus dem Kredit wird dem schweizerischen Exporteur zur Begleichung des Kaufpreises ausbezahlt. Die Bank führt die Kreditverhandlungen und erstellt die erforderliche umfangreiche Kreditdokumentation; wegen des damit verbundenen grossen Aufwandes kommt der Käuferkredit nur bei Geschäften ab CHF 10 Mio. in Betracht.

Beim **Lieferantenkredit** handelt es sich um einen Forderungskauf. Der Lieferant gewährt dem Käufer einen Kredit und verkauft seine Forderung an der Bank.

53 Für Einzelheiten der Geschäftsabwicklung mit der SERV, siehe BG über die schweizerische Exportrisikoversicherung vom 16.12.2005 sowie die entsprechende Verordnung SERV-V vom 25.10.2006.

54 Nach SERVG 12 I.

55 Näheres zu den Garantien, Thalmann, Ch.: Bankgarantie in GBF-Lexikon, S. 131.

Lieferantenkredite sind vor allem für kleinere Exportgeschäfte geeignet. Wenn im Land des Importeurs viele einzelne Liefergeschäfte zu weitgehend standardisierten Bedingungen vorkommen, kann mit der Bank oder dem Grossunternehmen im Importland ein **Rahmenkreditvertrag** abgeschlossen werden. Mit dem Rahmenkredit können die Finanzierungsverhandlungen zwischen Exporteur und Käufer stark vereinfacht werden.

Mit **Mischfinanzierungen** ermöglicht der Bund einzelnen Entwicklungsländern den Zugang zu langfristigen Investitionskrediten zur Finanzierung von nachhaltigen Projekten. Eine Mischfinanzierung besteht aus zwei Teilen: Einer Bundes- und einer Bankentranche. Die Bankentranche stellen Schweizer Banken im Auftrag des Bundes mit Deckung durch die SERV dem Schuldner als Käuferkredit zur Verfügung.

Die Verträge lauten auf Schweizer Franken, US-Dollar, Euro oder andere Währungen mit kongruenter Refinanzierungsmöglichkeit für die Bank. Bei Verträgen auf Schweizer Franken richtet sich die Verzinsung nach der Swiss Export Base Rate (SEBR) oder einem variablen Zinssatz (Roll-Over) zuzüglich Zinsmarge. Diese hängt von der Bonität des Schuldners, des Schuldnerlandes oder eines allfälligen Garanten ab. Ferner sind je nach Geschäft verschiedene Kommissionszahlungen fällig (Bereitstellungskommission bis zur Kreditbenutzung, Management fee/Front end fee).

Der Deckungssatz der Exportrisikoversicherung beträgt beim Käuferkredit für alle Risiken maximal 95 % des versicherten Betrages. Das verbleibende Restrisiko von 5 % wird allenfalls gegen Belastung einer Risikoprämie von der Bank übernommen. Beim Lieferantenkredit ist der maximale Deckungssatz für das Delkrederisiko 85 %.

Die einfachste Form der Exportfinanzierung ist die **Forfaitierung**. Die Unternehmung verkauft ihre mittelfristige Forderung aus Waren- und Dienstleistungsexporten, vielfach in der Form eines Eigenwechsels, regressfrei⁵⁶ an die Bank, wobei eine Versicherung durch die SERV entfällt.⁵⁷

56 Regressfrei bedeutet, dass die Bank auf den Rückgriff bei einem Zahlungsausfall des Schuldners verzichtet.

57 Wegen den sich ändernden Verhältnissen in der Exportfinanzierung ist der aktuelle Stand auf den Websites der Grossbanken und der Zürcher Kantonalbank ersichtlich.

5 Obligationsanleihen

5.1 Rechtliche Grundbegriffe

Obligationenanleihen sind in feste Teilbeträge (Teilschuldverschreibungen) aufgeteilte mittel- bis langfristige Grossdarlehen, die von öffentlichen Gemeinwesen oder privaten Schuldnern zu einheitlichen Bedingungen (Zinssatz, Ausgabepreis, Laufzeit, Liberierungsdatum aufgenommen werden.)

Der Begriff der Obligationenanleihe ist im Obligationenrecht nicht umschrieben. Der Gesetzgeber hält lediglich fest, dass die Gesamtheit der Gläubiger einer Anleihe rechtlich eine Gläubigergemeinschaft bildet (OR 1157 ff.).

Eine breitgefaste Legaldefinition gibt dagegen das Stempelsteuerrecht.⁵⁸ Nach der Steuerpraxis gilt als kollektive Mittelbeschaffung eine Kapitalaufnahme bei mehr als zehn Nicht-Bankgläubigern von mindestens CHF 500 000. Ebenso ist die Emission von mehreren Exemplaren erforderlich.⁵⁹ Kassenobligationen, sind keine Anleihen, weil sie individuell ausgestellt werden. Die Stückelung, d. h. der Forderungsbetrag, auch Nennwert oder Nominalwert genannt, wird im Allgemeinen auf CHF 5 000, ausnahmsweise auf ein Vielfaches davon festgesetzt. Der Zins, in der Praxis Coupon genannt, wird in Prozenten des Nennwertes festgelegt und in der Regel an bestimmten Terminen ausbezahlt. Anleihen schweizerischer Schuldner sind mit Jahrescoupon versehen. Im Ausland dagegen sind halbjährliche Zinstermine häufig. Im Ausland dagegen sind halbjährliche Zinstermine häufig. Für die Rückzahlung bestehen verschiedene Möglichkeiten.

Die früher übliche Verbriefung von Anleihensobligationen in auf den Inhaber lautenden Wertpapieren⁶⁰ (OR 978 ff.) wurde mit der Einführung des Bucheffekten-

58 StG 4 III. Diese umfasst auch in einer Mehrzahl ausgegebene Wechsel und andere Diskontpapiere, sofern sie zur Unterbringung im Publikum bestimmt sind. Eine solche Emission ist seit Jahren nicht mehr erfolgt. Zum obligationenrechtlichen Begriff der Anleihe, siehe Nobel, P.: Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, Zürich 2010, S. 885.

59 Jaussi, Th./Pfirter, M./Gielmetti, C., Fremdfinanzierung im schweizerischen Unternehmenssteuerrecht, Muri 2010, S. 52.

60 Als Wertpapierurkunde besteht eine Obligation aus dem Titelmantel, das heisst der verbrieften Schuldverpflichtung, und dem Couponsbogen. Der Verzicht auf die wertpapierrechtliche Verbriefung hat seit dem 1.1.2011 eine rechtliche Grundlage im Bucheffektengesetz (BEG vom 3.10.2008).

gesetzes (BEG) durch die Gestaltung der Effekten als nicht verkündete Wertrechte abgelöst. Für die ganze Anleiensdauer wurden bis 2011 die Forderungen der Gläubiger meist in einer Globalurkunde (OR 973b) verbrieft. Dem einzelnen Obligationär stand lediglich ein Miteigentumsrecht im Umfang seiner Forderung an der Globalurkunde zu. Diese wurde während der ganzen Laufzeit bei der SIX SIS AG (Olten) hinterlegt.

Mit der Schaffung des BEG hat sich die Praxis geändert. Obligationen werden als Wertrechte (OR 973c) ausgegeben. Die Wertrechte entstehen, indem der Emittent diese in ein von ihm geführtes Wertrechtbuch einträgt. Aus diesen Wertrechten werden durch Eintragung im Hauptregister der Verwahrungsstelle SIX SIS AG (Olten) Bucheffekten gemäss BEG 6.

5.2 Wirtschaftliche Grundbegriffe

Übersteigt der langfristige Fremdkapitalbedarf eine höhere zweistellige Millionen-summe, kann dieser entweder über die verschiedenen Formen des Bankkredites durch Privatplatzierung oder durch Ausgabe einer Öffentlichen Anleihe gedeckt werden. Der Bankkredit ist ein individuell mit einer Bank oder beim Konsortial- bzw. syndizierter Kredit mit einer Gruppe von Finanzinstituten ausgehandeltes Geschäft. Dagegen ist die Emission von Anleihen ein Kapitalmarktgeschäft, welches sich durch standardisierte Finanzinstrumente und Abwicklungstechniken kennzeichnet.

Vorausgesetzt ist die Emissionsfähigkeit des Unternehmens (Grösse, Bonität, Bekanntheitsgrad). Die meisten schweizerischen Anleiensschuldner haben auch kotierte Aktien ausstehend. Bei einer Anleiensemission steht das Unternehmen einer Vielzahl von anonymen Gläubigern gegenüber. Diese haben keinen Einfluss auf die Entscheidungen der Unternehmungsorgane im Gegensatz zu den Banken, deren Meinung im Zusammenhang mit der laufenden Kreditüberwachung zu berücksichtigen ist.

Zwischen dem Kredit- und dem Anleiensmarkt besteht eine Wechselwirkung, welche durch die Kreditbereitschaft der Banken mitbestimmt wird. Vor allem bei einer Anspannung auf dem Kreditmarkt weichen erfahrungsgemäss emissionsfähige Unternehmen auf den Kapitalmarkt aus. Das Geschäft mit Unternehmensanleihen ist im Laufe der Jahre erheblichen Schwankungen unterworfen. So betrugen die Emissionen am Schweizer Kapitalmarkt 2005 21.9 Mrd. CHF und im Jahr 2014 49.1 Mrd. CHF.⁶¹

Unter den industriellen schweizerischen Schuldner der an der SIX kotierten Anleihen dominieren anlageintensive Unternehmen wie Alpiq (zwölf Anleihen), Holcim (sechs Anleihen) und Swisscom (acht Anleihen). International tätige Konzerne legen CHF-Anleihen vielfach über eine ausländische Tochterfinanzgesell-

61 SNB statisches Monatsheft 1.2015, S. 74 (Das Heft wird seit dem Jahr 2015 nicht mehr publiziert).

schaft (z. B. Nestlé Finance International, Luxemburg) und Fremdwährungsanleihen auf den entsprechenden ausländischen Kapitalmärkten auf.

Zinsen auf im Ausland aufgelegte Anleihen sind verrechnungssteuerfrei. Grundsätzlich sind Konzernguthaben nach VstG 14a I nicht mehr der Verrechnungssteuer zu belasten. Sofern jedoch nach VStV 14a III die Schweizer Muttergesellschaft für eine Emission eine Garantie bereitstellt und die Rückzahlung an die Schweizer Muttergesellschaft das Eigenkapital der Tochtergesellschaft übersteigt, ist die Verrechnungssteuer im Konzern zu erheben. Mit Fremdwährungsanleihen kann Währungskongruenz zwischen Kapitalaufnahme und -verwendung erreicht werden (natürliches Hedging). KMU haben den Nachteil, dass ihnen der Weg der Anleihefinanzierung verschlossen ist, da sie nicht emissionsfähig sind. Im Gegensatz zu den kleineren öffentlichen Gemeinwesen und Finanzinstituten ist es für KMU nach wie vor nicht möglich, über eine Emissionszentrale die Emissionsfähigkeit zu erlangen. Entsprechende Bemühungen in der Vergangenheit blieben erfolglos.

5.3 Emission und Platzierung von Obligationsanleihen

Unter **Emission** versteht man die Ausgabe von Effekten auf dem Kapitalmarkt, wobei in der Regel zwei Phasen zu unterscheiden sind:

- Die Begebung bzw. Übernahme der Effekten durch den ersten Abnehmer, in der Regel ein Bankenkonsortium (sogenannte Syndikatsbanken) unter Leitung der vom Emittenten bestimmten federführenden Bank (**Lead Manager**, auch Global Coordinator genannt).⁶²
- Die Unterbringung oder Platzierung der Effekten im Anlegerpublikum, entweder über ein breit gestreutes öffentliches Zeichnungsangebot oder direkt ohne öffentliches Angebot bei einem ausgewählten Kreis von Investoren (Privatplatzierung).

Die Übernahme von Anleihen erfolgte in der Schweiz bis 1990 durch ständige Emissionssyndikate. Seither schliessen sich die Banken für jede Emission ad hoc unter einem oder mehreren Syndikatsführer(n) zu einem Syndikat zusammen. Die **Syndikatsführung** leitet sämtliche Verhandlungen mit dem Emittenten, legt die Emissionskondition fest, erstellt den Anleihevertrag und den Kotierungsprospekt (OR 1156) sowie verschiedene Abrechnungen bzw. weitere Dokumente und beantragt die Kotierung.⁶³ Für viele Banken ist es eine Prestigefrage, in den Syndikaten

⁶² Wenn sich noch andere Banken diese Funktion teilen, sind diese Joint Lead Manager.

⁶³ Zu den Kotierungsvorschriften siehe SIX Kotierungsreglement Art. 17–26 (Fassung 1/2023).

bestimmter Anleihen mitzuwirken.⁶⁴ Die Ausgabe von Effekten und deren Platzierung bei den Anlegern wird als **Primärmarkt** bezeichnet, im Gegensatz zum **Sekundärmarkt** (Markt für umlaufende Effekten).

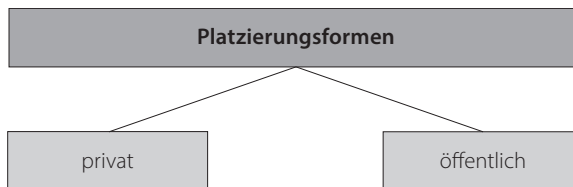
Anleihen werden nicht mehr wie früher zu einem festen Zeichnungspreis⁶⁵, sondern während einer Zeichnungsfrist zum Marktpreis, d. h. nach Angebot und Nachfrage, platziert. Im Emissionsprospekt wird der von den Banken festgelegte Übernahmepreis vor Abzug der Übernahmekommission angegeben.

Die Schuldner holen im Allgemeinen Konkurrenzofferten ein (**Competitive Bidding**). Dabei steht für den Schuldner der Netto-Emissionserlös beim Vergleich der Offerten im Vordergrund. Höhere Kommissionen können in einem Angebot beispielsweise durch einen höheren Emissionspreis einer anderen Offerte kompensiert werden.

Ein zentraler Verhandlungsgegenstand zwischen dem Emittenten und der Syndikatsführung ist der Credit Spread, mit dem die Anleihe lanciert werden soll. Referenzpunkt für diesen Kreditrisikoaufschlag ist meist die Mid Swap Rate.

Die **Swap Rate** ist der Zinssatz, der im Rahmen eines Interest Rate Swaps von Banken mit einem AA/AAA-Rating auf gesicherter Basis für eine bestimmte Laufzeit und entsprechender Währung offeriert wird.⁶⁶

Bei den Platzierungsformen werden je nach der Vorgehensweise bei der Emission von Anleihen folgende Varianten unterschieden (► Dar. 8).



Dar. 8: Platzierungsformen von Obligationsanleihen

Bei der **Privatplatzierung** erfolgt kein öffentliches Angebot.

⁶⁴ Die von den einzelnen Emissionsbanken abgewickelten Emissionsvolumen werden während einer bestimmten Periode in den in der Wirtschaftspresse viel beachteten League-Tabellen zusammengestellt.

⁶⁵ Dieser wurde je nach der Marktlage und dem nominellen Zinssatz zu pari (= 100 %), über pari (> 100 %) oder unter pari (< 100 %) angesetzt.

⁶⁶ Swiss Banking, Bond Floor Pricing, November 2006.



Dar. 9: Öffentliche Platzierung von Obligationsanleihen

Die **Direktplatzierung** ist selten und kommt nur für eigene Anleihen von Banken in Betracht. Wenn es sich um die Abgabe grösserer Beträge an wenige Grossinvestoren handelt, spricht man von einem **Club Deal**. Wird die Anleihe durch die Vermittlung einer oder mehrerer Banken im Anlegerpublikum platziert, spricht man von einer **Fremdplatzierung**. Bei der Fremdplatzierung erfolgt eine Festübernahme der Emission im Namen des Emittenten, aber auf eigene Rechnung und eigenes Risiko der Emissionsbanken.

Bei der **Fremdplatzierung** stehen folgenden Vorgehensweisen zur Verfügung:

Festübernahme (Firm Underwriting)

Eine Bank oder eine Bankengruppe tritt auf eigenes Risiko als Käufer der Anleihe auf und platziert die Titel nachher beim Anlegerpublikum. Im Zeitpunkt der Festübernahme weiss das Bankenkonsortium nicht, wie viel des Emissionsvolumens tatsächlich im Markt platziert werden kann und wie viel – allenfalls zeitlich befristet – auf die eigenen Bücher übernommen werden muss, weil keine bindenden Zeichnungsaufträge von Investoren vorliegen. Dieses Verfahren garantiert dem Schuldner den gesamten vorgesehenen Anleihensbetrag, ungeachtet der Nachfrage auf dem Markt. Rechtliche Grundlage ist der **Übernahmevertrag** (Underwriting Agreement) zwischen Emissionskonsortium und Emittent (Issuer). Die Festübernahme ist wegen des damit verbundenen Platzierungsrisikos der Emissionsbanken in den letzten Jahren nur noch ausnahmsweise eingesetzt worden.

Festübernahme mit Bookbuilding

Das Bookbuilding ist ein nachfrageorientiertes Emissionsverfahren, welches eine möglichst marktnahe Preisfestsetzung gewährleisten soll. Ursprünglich wurde dieses Vorgehen bei der Platzierung von Aktien angewendet. Bookbuilding hat sich seit einigen Jahren auch bei der Emission von Anleihen durchgesetzt. Der übliche Ablauf gestaltet sich wie folgt:⁶⁷

- Der Finanzbedarf des Emittenten bestimmt das Emissionsvolumen und die Laufzeit der geplanten Anleihe.
- Der Emittent nimmt Kontakt mit seiner Hausbank auf, welche die Funktion des Lead Managers ausüben wird. Dieser bildet das Emissionssyndikat.
- Das Syndikat beurteilt den Markt und ermittelt die indikativen Emissionsbedingungen, welche dem Emittenten unterbreitet werden.
- Nach Annahme der Konditionen durch den Emittenten testet das Syndikat diese bei potenziellen Investoren (Soft sounding).
- Bei genügender Nachfrage wird formell das Bookbuilding-Verfahren eröffnet. Dieses dauert einen halben bis höchstens einen Tag.
- Ist das Orderbuch gefüllt, wird es geschlossen und der Preis definitiv fixiert.
- Zwischen Syndikat und Emittent wird ein Anleihevertrag abgeschlossen. Mit dem **Bond Purchase Agreement** verpflichtet sich das Syndikat, Obligationen im Betrag der Anleihe summe vom Emittenten zu kaufen. Die vom Syndikat fest übernommene Anleihe wird zu Marktpreisen öffentlich zur Zeichnung aufgelegt, wobei sich die Syndikatsbanken das Recht vorbehalten, die Anleihe teilweise oder gesamthaft in ihren Eigenbestand zu übernehmen.
- Zulassung zum Börsenhandel (Kotierung an der SIX).
- Liberierung durch die Zeichner auf den in den Anleihebedingungen festgelegten Liberierungstermin.
- Gutschrift des Emissionserlöses an den Emittenten (rund vier Wochen nach der Lancierung der Anleihe).

Die Abwicklung einer Anleiheemission dauert insgesamt rund sechs Wochen. Falls der Emittent dem Finanzmarkt noch nicht bekannt ist, muss als zusätzliche Phase eine Roadshow eingeplant werden.

Beispiel Emission einer Unternehmensanleihe Rieter Holding AG

Die Rieter Holding AG legte am 30. März 2010 zur Diversifikation ihrer Finanzquellen und zur Verlängerung der Finanzierungsfristigkeiten eine Anleihe

⁶⁷ In Anlehnung an: Thomet, R.: Anleihen als Finanzierungsinstrument für Small- & Mid-Caps, in: Swiss Equity Magazin, Sonderheft September 2009, S. 14.

(Straight Bond) von CHF 250 Mio. auf. Der Festübernahme ist ein Bookbuilding-Verfahren vorausgegangen.

Coupon	4.5 %
Liberierung	30. April 2010
Rückzahlung	30. April 2015 (Laufzeit 5 Jahre)
Stückelung	CHF 5 000 oder Mehrfaches davon
Zusicherungen	Pari-Passu-Klausel; Negativ-Klausel (mit Ausnahmen); Cross-Default-Klausel, Change-of-control-Klausel
Kotierung	SIX
Übernahmepreis	100.25 %
Öffentliche Zeichnung	zum Marktpreis
Reopening	Der Emittent ist berechtigt, jederzeit die Anleihe summe durch Ausgabe von weiteren fungiblen Obligationen zu erhöhen.

Die Anleihe wurde von einem Bankenkonsortium unter der gemeinsamen Federführung der Credit Suisse AG, der UBS AG und der Zürcher Kantonalbank (Joint Lead Managers) fest übernommen. Der Nettoerlös der Anleihe (Festübernahme abzüglich Kommissionen und Abgaben) beträgt CHF 247.175 Mio. Out of order Co-Lead Manager waren die Deutsche Bank AG und die Landesbank Baden-Württemberg. Wegen des rückläufigen Zinsniveaus erhöhte sich der Anleihenskurs bis Ende 2010 auf 105 %. Ein besonderes Problem ergab sich für den Emittenten aus der im Frühjahr 2011 beantragten Aufteilung des Rieter-Konzerns in die beiden Geschäftsbereiche Automotive Systems und Textile Systems. Die Rieter-Aktionäre erhielten als Sonderdividende unentgeltlich eine Autoneum-Aktie im Nennwert von CHF 0.05. Aufgrund einer Event-of-Default-Klausel der Anleihebedingungen musste wegen der durch die Sonderauschüttung verminderten Gesellschaftsaktiven die Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen (OR 1156 ff.) einberufen werden. Diese verzichtete auf die vorzeitige Kündigung der Anleihe.

Der Ausweis einer Obligationenanleihe in der Finanzberichterstattung ist je nach Rechnungslegungsgrundsätzen verschieden. In der IFRS-Konzernrechnung 2010 von Rieter wird diese mit CHF 247.6 Mio. ausgewiesen. Im Jahresabschluss nach OR der Rieter Holding als Emittent ist die Anleihe zum Rückzahlungsbetrag von CHF 250 Mio. bilanziert.⁶⁸

⁶⁸ Quelle: Kotierungsprospekt der Rieter Holding AG vom 12.4.2010, Bondholder Information vom 20.4.2011 sowie zusätzliche Informationen der Gesellschaft.

Kommissionsweise Platzierung

Der Emittent beauftragt die Banken, die Anleihe an das Anlegerpublikum zu vermitteln. Die Banken sind nur Zeichnungs- und Zahlstellen. Der Emittent trägt das volle Platzierungsrisiko und weiss somit nicht, ob ihm der gesamte vorgesehene Anleihebetrag zufließen wird. Für das Zurverfügungstellen ihrer Infrastruktur erhalten die Banken eine Platzierungskommission, früher auch Guichetkommission genannt. Die kommissionsweise Übernahme kommt vor allem bei Anleihen öffentlicher Gemeinwesen vor. In der Rechtslehre kontrovers ist der Begriff der **Selbstemission**. Die Direktplatzierung ist unbestritten eine Selbstemission. Die kommissionsweise Platzierung wird je nach Autor dagegen als Selbst- oder Fremdemission betrachtet.

Beispiel City Carbueroil SA, Rivera

Die City Carbueroil SA (Aktienkapital CHF 6 Mio., konsolidierter Umsatz 2008 CHF 137 Mio.) legte im Mai 2008 eine Obligationenanleihe von CHF 7 Mio. zu 4 % mit einer Laufzeit von 10 Jahren zum Zeichnungspreis von 101.5 % auf dem Weg der Selbstemission auf. Die Banca dello Stato del Cantone Ticino stellt ihr Niederlassungsnetz nur als Zeichnungsstellen zur Verfügung.⁶⁹

Tenderverfahren

Beim **Tenderverfahren** (Auktionsverfahren) wird für die Begebung von Obligationenanleihen der Zeichnungspreis und damit die Rendite auf den zur Zeichnung aufgelegten Titeln nicht zum Voraus festgelegt, sondern der Bestimmung durch die Marktkräfte überlassen. Der Emittent gibt üblicherweise den Zinssatz, die Laufzeit und den gewünschten (approximativen) Anleihebetrag bekannt, während die Bildung des Emissionspreises dem Markt, d. h. der Konkurrenz der Zeichner, anheimgestellt wird. Dabei gibt der Zeichner – nebst dem gewünschten Betrag – den Preis (in Prozent auf Zwanzigstel) an, zu welchem er gewillt ist, den gezeichneten Betrag zu übernehmen.

Die Einreichung mehrerer Zeichnungsangebote mit unterschiedlichen Beträgen und Preisen ist zulässig. Der Zeichner kann bis zu einem Maximalbetrag von CHF 100 000 eine Offerte ohne Preisangabe einreichen; sie wird auf jeden Fall zum festgelegten Emissionspreis berücksichtigt. Der Emissionspreis wird – nach dem **holländischen Verfahren (Dutch Auction)** – für alle Zeichner einheitlich auf der Höhe der letzten noch berücksichtigten Offerte festgelegt. Die Zuteilung erfolgt in abnehmender Reihenfolge der angebotenen Preise. Es werden so viele Offerten berücksichtigt, als nötig sind, um den gewünschten Anleihebetrag zu decken oder aufzustocken. In der letzten noch berücksichtigten Preisklasse kann eine Pro-

⁶⁹ Quelle: Emissionsprospekt vom 30.4.2009.

Rata-Zuteilung erfolgen. Das Tenderverfahren wird bei der Emission von Anleihen der Eidgenossenschaft angewendet.

Tender Eidgenössische Anleihe Mai 2011

Am 11. Mai 2011 hat die Eidgenössische Finanzverwaltung eine 2 %-Anleihe mit einer Laufzeit bis 25. Mai 2022 im Tenderverfahren begeben. Es gingen Gebote für CHF 830 Mio. ein. Berücksichtigt wurden zum Kurs von 100.1 % CHF 531 Mio., was für die Zeichner eine Rendite von 1.99 % ergab. Diese Anleihe dient ab 2012 als 10-jährige **Benchmark-Anleihe**¹, weshalb durch spätere Emissionen die Anleihe summe auf CHF 1.5 bis 2 Mrd. aufgestockt werden soll.⁷⁰

Das für den Schuldner unter Umständen vorteilhaftere **amerikanische Verfahren** – die Zuteilung zu dem vom Investor angegebenen Preis – ist in der Schweiz nicht zulässig, weil OR 1157 einen einheitlichen Emissionspreis vorschreibt.

5.4 Verzinsung von Obligationsanleihen

Die Verzinsung von Anleihen kann nach den folgenden Varianten festgelegt werden:

- Marktkonformer Zinssatz,
- Zinssatz unter dem Marktsatz (variabel oder fix, Discount Bond),
- ohne nominellen Zinssatz (Zero Bond),
- Globalverzinsung oder periodische Verzinsung.

Die feste gleichbleibende Verzinsung während der gesamten Laufzeit ist die Regel. Normale Anleihen ohne Sonderbedingungen bezüglich Verzinsung und Rückzahlung werden als **Straight Bonds** bezeichnet. Beim Handel von Obligationen wird der seit dem letzten Zinstermin aufgelaufene Marchzins aufgerechnet, wobei die Verrechnungssteuer nicht berücksichtigt wird. Notleidende Anleihen werden **flat**, d. h. ohne laufenden Zins, gehandelt und abgerechnet.

Beispiel festverzinsliche Anleiheobligation, PSP 2021

Zinssatz	0.16 % p. a., zahlbar jährlich am 16. September, erstmals am 16. September 2022
Laufzeit	10 Jahre, fest Liberierung 16. September 2021

70 Quelle: Mitteilung Eidgenössische Finanzverwaltung, 12. Mai 2011.

Rückzahlung	16. September 2031, zum Nennwert
Zusicherungen	Pari-Passu-Klausel, Negativklausel mit Ausnahmen, Cross-Default-Klausel
Stückelung	CHF 5 000 Nennwert
Verbriefung	Die Anleiheobligationen werden in unverbriefter Form als Wertrechte gemäss Art. 973c des Schweizerischen Obligationenrechts (...) ausgegeben. Die Auslieferung von Wertrechten, deren Umwandlung in Wertpapiere oder Globalurkunden sowie der Druck bzw. die Auslieferung von Einzelurkunden sind ausgeschlossen.
Aufstockungsmöglichkeit	Die Emittentin behält sich das Recht vor, den Betrag der Anleihe aufzustocken.
Rating	Die Anleihe hat kein Rating. ⁷¹

Anleihen mit variablem Zinssatz werden als **Floating Rate Bonds** oder **Floater** bezeichnet. Der Zinssatz wird nach im Voraus bestimmten Kriterien periodisch – in der Regel halbjährlich – festgesetzt. Floating Rate Bonds haben den Vorteil, dass sich der Kurs auch bei einem markanten Zinsanstieg während der Laufzeit nie sehr weit von pari entfernt. Als Basiszinssatz kamen für schweizerische Emittenten u. a. die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen, oder – was bei ausländischen Schuldner die Regel ist – der LIBOR-Satz (London Interbank Offered Rate) oder Euribor-Satz für Schweizer Franken in Betracht. Der LIBOR ist allerdings durch neue Referenzzinsmodelle abgelöst worden.⁷²

Beispiel CHF 100 Mio. variabel verzinsliche Anleihe 2011–2014 Bayerische Landesbank, München

Verzinsung: 3 Monate Libor + 25 Basispunkte

Ein Floater kann zudem mit einem Mindestzinssatz (Floor), mit einem Höchstzinssatz (Cap) oder mit beidem (Mini-Max-Floater) ausgestattet werden. Je kleiner die Bandbreite im letzteren Fall ist, desto grösser wird die Ähnlichkeit mit einer festverzinslichen Anleihe. Eine Neuerung der variablen Verzinsung ist die Umwandlung einer festverzinslichen Anleihe in einen Floater (Fixed to Floating Rate).

⁷¹ Quelle: Prospekt PSP 2021, S. 4.

⁷² In der Schweiz durch den SARON, in Europa durch den ESTR und in Amerika durch den SOFR.

Beispiel Emission mit variablem Zins der Emmi Finanz AG⁷³

Sitz	Emmi Finanz AG, Landenbergstrasse 1, 6005 Luzern
Garantie	Unbedingte und unwiderrufliche Garantie der Emmi AG, Landenbergstrasse 1, 6005 Luzern (die » Garantin « oder » Emmi «) gemäss Artikel 111 des Schweizerischen Obligationenrechts (» OR «)
Verzinsung	Tranche A: variabel (CHF-3-Monats-LIBOR plus 0.5 %) (mit Floor bei 0.00 % und Cap bei 0.05 %); jeweils zahlbar am 21. September, 21. Dezember, 21. März und 21. Juni; erstmals am 21. September 2017.
Tranche B	0.50 % p. a., zahlbar jährlich am 21. Juni, erstmals am 21. Juni 2018
Preis	Die Syndikatsbanken haben die Tranche A zum Preis von 100.80 % und die Tranche B zum Preis von 100.408 % des Nennwertes (abzüglich Kommissionen) fest übernommen.
Laufzeiten	Tranche A: 2 Jahre
Tranche B	12 Jahre
Rückzahlung	Tranche A: 21. Juni 2019, zum Nennwert
Tranche B	21. Juni 2029, zum Nennwert
Stückelung	CHF 5 000 nominal und ein Mehrfaches davon
Zusicherung	Pari-Passu-Klausel, Negativ-Klausel, Cross-Default-Klausel und Kontrollwechsel-Klausel (gemäss Anleihebedingungen)

Beispiel CHF 400 Mio. ewige Anleihe mit Rückzahlungsoption des Emittenten Aryzta AG 2010, Zürich

Die Anleihe hat grundsätzlich eine unbestimmte Laufzeit, wobei der Emittent eine Rückzahlungsoption auf den 28.10.2014 hat. Für die Zeit bis zu diesem Termin bezahlt der Emittent einen festen Zins von 5 %. Wird die Anleihe nicht auf diesen Termin gekündigt, verlängert sich die Fälligkeit für unbestimmte Zeit (Perpetual Bond) und die feste Verzinsung wird durch einen variablen Zins ersetzt auf der Basis 3-Monats-LIBOR plus 905 BP.

In Tiefzinsperioden (wie zum Beispiel 2008 bis 2020) werden nur wenige Floating Rate Bonds ausgegeben, wobei es sich bei den Emittenten vor allem um Finanzdienstleister handelt. Eine Neuerung auf dem Anleihensmarkt ist die vom Rating abhängige Verzinsung. Eine Herabstufung (**Downgrade**) löst einen Zinszuschlag (**Step up**)⁷⁴ aus. Diese Variante der Zinsvereinbarung zeigt deutlich, dass die

⁷³ Emissionsprospekt vom 19.6.2017.

⁷⁴ Zinszuschläge für den Fall eines Downgrades haben 2001 vor allem hoch verschuldete

Fremdkapitalkosten des Emittenten durch seine Bonität und die daraus abgeleitete Renditeforderung der Investoren abhängen.

Bei einem **Reverse Floater** (umgekehrt variabel verzinsliche Anleihen) wird die Verzinsung zu einem festen Satz abzüglich dem LIBOR festgelegt, um den Erwartungen der Investoren bei fallenden Geldmarktzinsen zu entsprechen.

Bei **Discount Bonds** wird die im Vergleich zur Markttrendite niedrigere Nominalverzinsung mit einem entsprechend tieferen Ausgabepreis (Emissionsdisagio oder Discount) ausgeglichen. Discount Bonds liegen zwischen der klassischen Straight-Anleihe und der Null-Prozent-Anleihe. Eine Ausnahmestellung in Bezug auf die Zinsvergütung nehmen global verzinsliche Anleihen (Thesaurierungsanleihen) ein. Der Zins wird nicht jährlich, sondern erst bei der Rückzahlung der Obligationen einschliesslich der Zinssumme ausbezahlt. Dieser Anleihenstyp soll jenen Anlegern entgegenkommen, die weniger an jährlichen Zinseinnahmen als an einer langfristigen Vermögensbildung interessiert sind.⁷⁵

Bei allen Varianten ist zwischen der nominellen und der effektiven Verzinsung (Rendite) zu unterscheiden. Die nominelle Verzinsung entspricht der Höhe des Coupons. Die effektive Rendite ist der tatsächliche Ertrag, der vom nominellen Zins, dem Zinstermin, der Laufzeit und einer allfälligen Differenz zwischen dem Kaufpreis und dem Rückzahlungsbetrag abhängt. Für weitere Einzelheiten zur Renditeberechnung wird auch auf die Fachliteratur verwiesen.

Zerobonds oder **Null-Prozent-Anleihen** sind solche ohne laufende Verzinsung, jedoch mit entsprechend tiefem Ausgabepreis.⁷⁶ Der Investor erzielt die Rendite in Form des Kursanstiegs während der Laufzeit bis zum Rückzahlungsbetrag, der in der Regel dem Nennwert entspricht.

Beispiel 0 % CHF-Anleihe Weltbank 1985–2015

Ausgabepreis:	18.69 %
Rendite auf Verfall im Ausgabezeitpunkt:	5.75 %
Kurs 31. Dezember 1999	50.50 %
Kurs 31. Dezember 2000	55.00 %
Kurs 31. Dezember 2010	93.70 %
Kurs 31. Dezember 2011	97.80 %

Telekom-Konzerne eingeräumt. Dieser Vorgang ist nicht zu verwechseln mit der Zinsstufenanleihe, die auch als Step-up-Anleihe bezeichnet wird.

75 Als schweizerisches Beispiel kann die 6 %-Wandelanleihe der Landis & Gyr AG 1971/86 erwähnt werden. Im Unterschied zum Zerobond werden Thesaurierungsanleihen zum Nennwert ausgegeben.

76 Die Verbuchung von Zero-Coupon-Bonds wirft verschiedene bilanzrechtliche Probleme auf, die hier nicht erörtert werden können.

Gegenüber der herkömmlichen Anleihe weisen die Zerobonds aus der Sicht des Investors verschiedene Vorteile auf:

- Die Zinserträge werden automatisch zum Renditesatz im Zeitpunkt des Obligationenerwerbs reinvestiert. Dies ist vor allem bei der Zeichnung in einer Hochzinsperiode vorteilhaft, weil die Wiederanlage der Erträge in späteren Jahren vermutlich nur zum tieferen Satz möglich sein wird, wodurch der mit der laufenden Reinvestierung der Erträge verbundene Zinseszinsseffekt abgeschwächt wird.
- Im Gegensatz zu hochverzinslichen Straight Bonds besteht für den Anleger bei sinkenden Zinssätzen kein Risiko, dass der Schuldner gemäss den Anleihebedingungen die Anleihe vorzeitig zur Rückzahlung kündigt. Die Weltbank hatte bei den Marktbedingungen nach 2000 eine klassische 5.75 %-Anleihe mit Klausel zur vorzeitigen Kündigung logischerweise vor dem Endverfall zurückzuzahlen.
- Die Null-Prozenter weisen ein höheres Kurspotenzial auf als herkömmliche Anleihen. Bei sinkenden Zinssätzen bringt der Zerobond höhere Kursgewinne als eine herkömmliche Anleihe mit identischer Restlaufzeit (Leverage-Effekt). Andererseits weisen Null-Prozenter bei steigenden Zinssätzen überproportionale Kurseinbussen auf.

In den letzten Jahren sind hin und wieder Wandelanleihen in der Form eines Zerobonds ausgegeben worden.

Beispiel Zero Convertible Bond Actelion

Wandelanleihe 2006–2011, CHF 460 Mio. Die Anleihe ist am 22. November 2011 zum Nennwert rückzahlbar, sofern das Wandelrecht zum Wandelpreis von CHF 54.17 nicht ausgeübt wird. In der Bilanz auf Ende Dezember 2010 wurde die Anleihe als kurzfristige Finanzverbindlichkeit ausgewiesen. Am 22. November 2011 betrug der Aktienkurs CHF 30. Die Anleihe wurde deshalb zurückbezahlt und im Dezember teilweise durch einen 4.875 % Straight Bond 2011–2014 von CHF 235 Mio. ersetzt.

Steuerrechtlich gelten Discountbonds als Obligationen mit überwiegender Einmalverzinsung. Sie unterstehen einer besonderen Regelung für die Ertragsbesteuerung.⁷⁷ Steuerrechtlich ist es ein Nachteil bei Zerobonds, sofern ein Investor sie im

⁷⁷ Für Einzelheiten der Regelung wird auf das entsprechende Kreisschreiben ESTV verwiesen. Als Grundsatz gilt die Steuerpflicht auf dem Wertzuwachs. Weil Zerobonds eher selten sind, können solche durch Stripping »hergestellt« werden. Von fest verzinslichen Treasury Bonds werden die Couponsbogen abgetrennt und die auf den aktuellen Marktwert abgezinsten Manteln gehandelt.

Privatvermögen hält. Ein Kapitalgewinn aus einem Verkauf stellt einen steuerbaren Vermögenertrag dar und nicht einen steuerfreien Kapitalgewinn.

Wird die feste Verzinsung einer Anleihe während der Laufzeit nach zum Voraus festgelegten Bedingungen geändert, liegt eine **Stufenzins- (Step up-)** oder **Staffelanleihe** vor.

Beispiel Stufenzinsanleihe Swisslog Holding

Im Zusammenhang mit einer Sanierung wurden 2004 die Zinsbedingungen einer 2.5 %-Anleihe wie folgt geändert:

Zinstermin	Zinssatz
7.7.2005	1.0 %
7.7.2006	1.5 %
7.7.2007	2.0 %
7.7.2008	2.5 %
7.7.2009	3.0 %
7.7.2010	3.5 %

Möglich ist auch eine degressive Stufenverzinsung. Der ursprüngliche Zinssatz sinkt während der Laufzeit.

5.5 Laufzeit und Rückzahlung

Die Laufzeit der Obligationenanleihen beträgt in der Regel 5 bis 12 Jahre. In den letzten Jahren ist das Bestreben unverkennbar, die Laufzeiten nicht schematisch zu gestalten. Einerseits werden oft recht kurze Laufzeiten (zwischen 3 und 5 Jahren), andererseits wieder – wie zu Beginn des Jahrhunderts – sehr lange Laufzeiten festgelegt. Längere Laufzeiten wiesen vor allem Anleihen ausländischer Schuldner auf (z. B. 6 % Seagram Ltd. Montreal 1986 bis 2085), sogar längstens 100 (!) Jahre.⁷⁸ Ein typischer sogenannter Langläufer schweizerischer Emittenten ist z. B. die auf langfristige Anlagebedürfnisse zugeschnittene 4 %-Anleihe 1999 bis 2049 der Eidgenossenschaft.

Die Rückzahlung von Obligationenanleihen erfolgt meistens zu pari. Eine Rückzahlung über dem Nennwert (Rückzahlungsprämie oder Rückzahlungssagio) wird bei vorzeitiger Kündigung durch den Anleihenschuldner oder in Sonderfällen (z. B. als

⁷⁸ Der Schuldner machte 2001 von seinem Recht auf vorzeitige Kündigung Gebrauch. Ins Kuriositätenkabinett des Anleihensmarktes gehört auch die 7 1/8 %-USD-Anleihe 1997 bis 2997 Safra Republic Holdings, d. h. mit 1 000 Jahren Laufzeit!

zusätzlicher Zeichnungsanreiz bei angespannter Kapitalmarktlage (wie 1974/75) vorgesehen. Das Rückzahlungsgagio ist für den Investor wie der Zins mit der Verrechnungsteuer belastet.

Beispiel Anleihe mit Rückzahlungsgagio Metallwerke Dornach

Die 8 ¼ %-Anleihe 1974 bis 1984 Metallwerke Dornach war zu 105 % rückzahlbar. Die Anleihe wurde vorzeitig auf den 20. November 1981 gekündigt.

Die Modalitäten der Anleihe-rückzahlung können auf unterschiedliche Weise bestimmt werden:

- Rückzahlung des ganzen Anleihebetrages auf einen festen Termin. Im Euro-markt spricht man von einem **Bullet Bond**.
- Rückzahlung vor Ablauf der ursprünglichen Laufzeit (**Callable Bond**). Die Möglichkeit zur vorzeitigen Kündigung durch den Schuldner war bis vor wenigen Jahren weit verbreitet, vor allem in Perioden mit hohem Zinsniveau.⁷⁹ Als Entgelt für den Kostenvorteil der vorzeitigen Kündigung muss der Schuldner zum teilweisen Ausgleich des Vorteils für den Schuldner zu Gunsten des Gläubigers degressive Rückzahlungsprämien vorsehen. Bei neueren Straight Bonds wird die Kündigungsoption mit einem um rund zehn Basispunkten erhöhten Coupon ausgeglichen.
- Rückzahlung durch regelmässige Teilamortisation nach einigen Jahren fester Anleihe-dauer gemäss einem Tilgungsplan.

Beispiel Teilamortisation einer Anleihe Citron Holding Zürich

Die 6 %-Anleihe von CHF 40 Mio. 2004 bis 2016 soll ab 2011 jährlich um CHF 1 Mio. amortisiert werden durch Rückzahlung von CHF 125 Nennwert je Obligation von CHF 5 000. Die verbleibende Anleihe wird ohne vorzeitige Kündigung am 6. Dezember 2016 zur Rückzahlung fällig.⁸⁰

Bei amerikanischen Anleihen wird für die Rückzahlung oft ein besonderer Tilgungsfonds (**Sinking Fund**) gebildet, der von einem Treuhänder verwaltet wird

79 Der Anleger verkauft im Grunde genommen dem Emittenten eine Call-Option (Short Call), welche dieser ausübt, wenn sie für ihn vorteilhaft ist. Es ist deshalb rational, dass der Anleger dafür eine Prämie in Form einer im Vergleich zu einer unkündbaren Anleihe höheren Verzinsung erhält.

80 Die Gesellschaft wurde 2011 jedoch zahlungsunfähig. Die Anleihe war nicht kotiert. Die Börsenkotierung der Aktien wurde aufgehoben. Die Forderungen der Anleihegläubiger fielen in die dritte Konkursklasse.

und eine termingerechte Rückzahlung der Anleihen am Verfall gewährleisten soll.⁸¹

Der Schuldner kann sich in den Anleihebedingungen auch das Recht vorbehalten, Obligationen vorzeitig durch Kauf am offenen Markt zu tilgen. Der Anleihe Schuldner wird vom Recht zum **Rückkauf** an der Börse dann Gebrauch machen, wenn die Titel unter pari gehandelt werden und er einen Buchgewinn erzielt. Kritiker dieser Bestimmung wenden ein, dass dadurch der Schuldner am tiefen Kurs interessiert sei. Die Rückkaufklausel kann sich auch positiv auswirken, indem sie eine Kurspflege darstellt. Titelbesitzer, die ihre Obligationen aus irgendeinem Grund an der Börse verkaufen müssen, finden ständig einen

Käufer, nämlich den Anleihe Schuldner, welcher bereit ist, Titel bis zur Pari-Grenze zu kaufen. Werden die Anleiheobligationen auf dem Markt zurückgekauft, gilt die entsprechende Anleihe Schuld als getilgt. Die Titel sind zum Nennwert vom Anleihebetrag abzuziehen und zu annullieren. Der Rückkauf von Obligationen im Rahmen der Anleihebedingungen ist nicht zu verwechseln mit Kaufen zur Kurspflege oder zu eigenen Anlagezwecken. In diesem Fall können die eigenen Obligationen durchaus im Wertschriftenbestand aktiviert werden.⁸²

In letzter Zeit ist zur aktiven Bewirtschaftung der Passivseite als Variante der vorzeitigen Rückzahlung von Anleihen ein Rückkaufsangebot für sämtliche ausstehende Titel eingesetzt worden.

Beispiel Rückkaufsangebot Swisslog Holding Buchs

Nach der erfolgreichen Sanierung hat die Gesellschaft 2006 zur Optimierung der Bilanzstruktur und Senkung des Finanzaufwandes den Obligationären der CHF 150 Mio. Anleihe 2004 bis 2009 ein Tenderangebot unterbreitet. Nach Ablauf der Angebotsfrist wurden CHF 78.2 Mio. Obligationen zu 98 % zurückgekauft und getilgt. Die erforderlichen Mittel beschaffte sich die Gesellschaft durch eine Erhöhung des Aktienkapitals.⁸³

Beispiel Hydro ASA Stavanger Norwegen

4 %-Anleihe 1999 bis 2009 CHF 200 Mio. Die Gesellschaft unterbreitete vom 20. November 2008 bis 10. Dezember 2008 den Obligationären ein Rückkaufsangebot

81 Brealey, R./Myers, St. C./Allen, F.: Principles of Corporate Finance, Boston 2008, S. 674.

82 Anderer Meinung: Käfer, K.: Er verlangt entweder einen Abzug in einer Vorkolonnen auf der Passivseite oder die Einreihung unter aktive Berichtigungsposten, Kommentar zu OR 958, Anmerkung 384 und 385. Gemäss HWP, Bd. I, 2014, S. 237, ist bei Rückkauf unter pari eine Bilanzierung zum Nennwert (= Rückzahlungsbetrag) zulässig, wenn die zurückgekauften Obligationen als aktiver Berichtigungsposten ausgewiesen oder von der Position Anleiheobligationen abgezogen werden.

83 Quelle: Finanzbericht 2004.

zum Preis von 102.669 % zuzüglich 56 Tage aufgelaufener Zins. Es wurden CHF 48.085 Mio. angeboten. Diese Obligationen wurden getilgt. Die restlichen CHF 151.915 Mio. blieben im Umlauf und bis zur vorgesehenen Rückzahlung kotiert.⁸⁴

Eine besondere Form der Rückzahlung von Anleihen stellt das in den USA entwickelte Instrument der »**in substance defeasance**« dar. Der Schuldner überträgt vor Ablauf des Rückzahlungstermins die Verpflichtungen aus der Anleihe unwiderruflich auf einen Dritten (in den USA einen Trust) gegen Übergabe eines Wertchriftenportefeuilles, welches in Höhe und Fälligkeit die Zins- und Teilzahlungsverpflichtungen deckt. Dank der Transaktionen verringern sich in der Bilanz des Schuldners das langfristige Fremdkapital und das Umlaufvermögen. Der Eigenfinanzierungsgrad verbessert sich. Finanzpolitisch wird mit einer In-Substance-Defeasance-Transaktion überschüssige Liquidität zur vorzeitigen Tilgung von Schulden eingesetzt.

Beispiel In Substance Defeasance Roche Holding

Die Rückzahlung bei Verfall der Null%-Optionsanleihe 1987 bis 1997 der Roche Holding im Nominalbetrag von CHF 250 Mio. wurde 1992 in voller Höhe abgesichert, indem bei einer Bank erstklassige Vermögenswerte im notwendigen Umfang auf einem Sperrkonto unwiderruflich zweckgebunden, hinterlegt worden sind. Die Bank hat sich vertraglich verpflichtet, bei Verfall der Anleihe im Jahre 1997 diese Mittel zur Rückzahlung an die Obligationäre zu verwenden. Obschon Roche subsidiär für die vollständige Rückzahlung der Anleihe verantwortlich bleibt, wurde diese Transaktion als Tilgung der Anleihe verbucht.

Wird dem Gläubiger eine Put-Option eingeräumt, kann er von einem bestimmten Zeitpunkt an die Rückzahlung verlangen. Weil Put-Klauseln dem Schuldner kein optimales Liquiditätsmanagement ermöglichen, sind sie in der Praxis eher selten. Einen Sonderfall bildet die vorzeitige Kündigung aufgrund der **Default-Klausel** durch den Lead Manager des Emissionskonsortiums.

Eine Besonderheit stellen jene Anleihen dar, die bis zur Liquidation der Gesellschaft entweder überhaupt keine Rückzahlung oder keine auf ein zum Voraus festgelegtes bestimmtes Verfalldatum vorsehen: **undatierte Anleihen** oder **Perpetual Bonds** (ewige Anleihe). Auf dem schweizerischen Anleihenmarkt haben verschiedene ausländische Luftverkehrsgesellschaften und Versicherungen solche Anleihen ausgegeben. In der Regel behält sich der Schuldner jedoch auch bei diesem Anleihenstyp einseitig in gewissen Zeitabständen, z. B. alle 10 Jahre, oder einmalig

84 Quelle: Anzeige vom 20.11./15.12.2008.

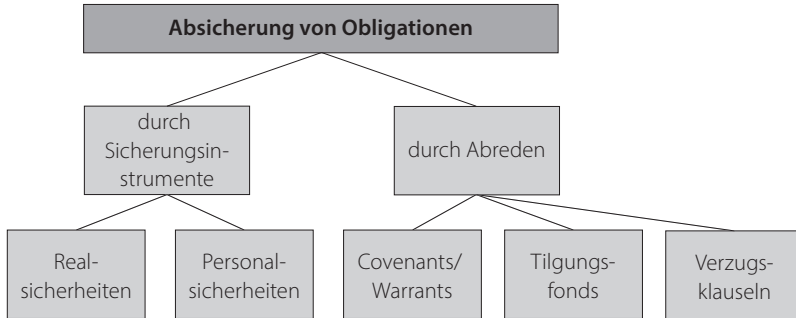
das Kündigungsrecht und eine Neufestsetzung des Zinssatzes und/oder der Zinsmethodik (fest oder variabel) vor.⁸⁵

Beispiel 6.5 % Perpetual Bond 2009 mit Call Feature Hero AG Lenzburg

Der Schuldner kann die Anleihe erstmals auf den 28. Oktober 2016 zur Rückzahlung kündigen. Nach 2016 wird die Anleihe zum Floating Rate Bond (3-Monats-LIBOR plus 280 BP). Die Anleihe ist nachrangig, der Zins kann unter bestimmten Voraussetzungen ausgesetzt werden, weshalb es sich um einen klassischen Hybridbond handelt. Der Kapitalmarkt geht allerdings davon aus, dass der Schuldner vom Kündigungsrecht Gebrauch machen wird.

5.6 Besicherung von Obligationsanleihen

Wie in jedem Kreditverhältnis läuft der Obligationär Gefahr, dass der Schuldner seine vertraglichen Verpflichtungen zur Verzinsung und Rückzahlung der Anleihe am Verfalltermin nicht erfüllen kann. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, die Gläubigeransprüche abzusichern (► Dar. 10).



Dar. 10: Sicherung von Obligationsanleihen

Es ist naheliegend, dass die Notwendigkeit zur Bestellung von Sicherheiten weitgehend von der Ertrags- und Finanzkraft des Anleihenschuldners abhängt. Besondere Sicherheiten sind bei inländischen Anleihen – deren Emittenten sich in der Regel durch hohe Bonität auszeichnen – deshalb eher selten. Realsicherheiten, z. B. Hypothekendarlehen von schweizerischen Emittenten, bei denen Schuldbriefe bei einem Treuhänder (ZGB 875) zu Gunsten der Anleihegläubiger hinterlegt wer-

⁸⁵ Eine der ersten Anleihen war die 6 1/8 %-Anleihe der KLM 1985. Aktueller Zins 2 1/8 %. Die Rückzahlung erfolgte bei Liquidation der Gesellschaft.

den, sind verschwunden. Auch die Einräumung von Pfandrechten an beweglichen Vermögenswerten (z. B. an einem Wertschriftenportefeuille ähnlich dem Lombardkredit) ist ebenso wenig üblich wie die Abtretung von bestimmten Einnahmen. Personalsicherheiten in der Form von Bürgschaften (OR 492 ff.), Garantieverpflichtungen (OR 111) der Muttergesellschaft sind demgegenüber bei Anleihen, die von einer Tochtergesellschaft, z. B. einer konzerneigenen Finanzgesellschaft, ausgegeben werden, die Regel.

Beispiel Anleihe mit Garantie Emmi Finanz AG, Luzern

CHF 250 Mio. 2.125 %-Anleihe 2011 bis 2017: Die Emmi AG Luzern als Obergesellschaft des Konzerns verpflichtet sich gegenüber der Zürcher Kantonalbank in Übereinstimmung mit OR 111 unwiderruflich und bedingungslos auf erste schriftliche Anforderung, dass ein Betrag der Anleihe von der Emittentin nicht fristgerecht bezahlt wurde, innerhalb von zehn Tagen jeden Betrag bis zur Höhe von maximal CHF 282.025 Mio. zu bezahlen.⁸⁶

Nachdem sich in der Finanzkrise gezeigt hat, dass Qualität und Transparenz von Finanzinstrumenten sehr unterschiedlich sind, wurden in letzter Zeit ausländische Anleihen mit Aktiven gesichert, um das Kredit- und Ausfallrisiko weitgehend auszuschalten. Mit solchen **Covered Bonds** bzw. Asset Backed Securities erreichen die Emittenten (vor allem Finanzdienstleister) ein höheres Rating und damit tiefere Kapitalkosten. Aus der Vielfalt der **Abreden mit Sicherungsfunktionen** sind folgende hervorzuheben:

- **Pari-Passu-Klausel**

Mit dieser Bestimmung werden die Anleiheobligationen im Rang gleichgestellt (pari passu) mit allen anderen bestehenden oder zukünftigen direkten, ungesicherten und nicht nachrangigen Verbindlichkeiten des Emittenten.

- **Negativklausel (Negative Pledge)**

Der Emittent verpflichtet sich, keine anderen Anleihen oder Schuldverpflichtungen mit besonderen Sicherheiten auszustatten, solange Obligationen der Anleihe ausstehen, ohne die Anleihe im Einvernehmen mit dem Lead Manager des Bankenkonsortiums mit gleichen oder gleichwertigen Sicherheiten zu versehen. Verpflichtet sich der Schuldner, keine neuen Grundpfandrechte zu Gunsten Dritter zu errichten, wird die Klausel als negative Hypothekenklausel bezeichnet. Die Negativklauseln sind nicht standardisiert und werden häufig mit einer Reihe von Ausnahmen (Restrictions) versehen, um dem Schuldner Freiraum bei späterer Kreditfinanzierung offenzuhalten.

⁸⁶ Quelle: Emissionsprospekt vom 27.7.2011.

- **Verzugsklausel (Default-Klausel)**

Als Default wird die Nichterfüllung von Vertragsbedingungen bezeichnet. Bei Anleiheobligationen wird im Emissionsprospekt festgelegt, wann ein Default vorliegt. Folgende Fälle gelten als Default:

- Der Emittent befindet sich mit der Zahlung von Zinsen der Anleihe mehr als zehn Tage ab Fälligkeitstermin im Rückstand;
- Der Emittent verletzt irgendeine Bestimmung dieser Anleihebedingungen und hat diesen Mangel innerhalb einer Frist von zehn Tagen nach Empfang einer schriftlichen Anzeige durch die Lead-Bank nicht behoben;
- Der Emittent wird zur vorzeitigen Rückzahlung einer anderen Anleihe oder einer Darlehensschuld usw. verpflichtet, weil er irgendeiner damit übernommenen Verpflichtung oder Auflage (einschliesslich Rückzahlung bei Endfälligkeit) nicht nachgekommen ist;
- Der Emittent schliesst ein Stillhalte- oder ähnliches Abkommen mit seinen Gläubigern ab, es sei denn, die Obligationäre werden durch den Abschluss dieses Abkommens nach Ansicht der Lead-Bank gegenüber den übrigen Gläubigern nicht benachteiligt;
- Der Emittent ist zahlungsunfähig, befindet sich in Konkurs, stellt ein Begehren um Konkursaufschub oder Nachlassstundung;
- Der Emittent ändert seine rechtliche oder wirtschaftliche Struktur durch Akquisition, Liquidation, Fusion bzw. Restrukturierung oder Änderung des Gesellschaftszwecks bzw. der Gesellschaftstätigkeit, sofern einer der genannten Vorgänge nach Ansicht der Lead-Bank einen wesentlichen Einfluss auf die Fähigkeit des Emittenten hat oder haben konnte, seine gegenwärtigen oder zukünftigen Verpflichtungen aus der Anleihe erfüllen zu können.

Für den Fall des Eintretens einer der erwähnten Fälle verpflichtet sich der Emittent, die X-Bank unverzüglich zu benachrichtigen. Die Lead-Bank ist nicht verpflichtet, selbst Schritte zu unternehmen, um abzuklären, ob ein Ereignis eingetreten ist, das zu einer vorzeitigen Zahlbarstellung der Obligationen und Coupons führt oder führen wird. Die X-Bank kann beim Eintreten einer der vorstehend erwähnten Fälle die Obligationäre gemäss OR 1157 ff. zur Beschlussfassung über die Vornahme der Kündigung zu einer Gläubigerversammlung einladen, solange die Lead-Bank diese Kündigung nicht selbst namens der Obligationäre ausgesprochen hat. In diesem Fall tritt der rechtsgültig getroffene Beschluss der Gläubigerversammlung, die Kündigung auszusprechen, anstelle des Rechts der Lead-Bank, die Anleihe namens der Obligationäre zu kündigen. Bei einer **Cross-Default-Klausel** beziehen sich die Default-Gründe nicht nur auf den Emittenten als unmittelbaren Vertragspartner, sondern auch auf andere Unternehmen der gleichen Firmengruppe.

- **Change-of-Control-Klausel (Schuldnerwechsel)**

Der Emittent ist berechtigt, mit Zustimmung der führenden Konsortialbank, aber ohne Zustimmung der Obligationäre, eine andere juristische Person, den neuen Emittenten, für sämtliche Verpflichtungen aus der Anleihe an die Stelle des ursprünglichen Emittenten zu setzen, sofern der neue Emittent die Zins-

und Rückzahlungsverpflichtungen gegen Nachweis erfüllen kann und der Emittent zusätzlich eine unbedingte und unwiderrufliche Garantie gemäss OR 111 gegenüber der konsortialführenden Bank gibt.

• **Covenants und Warranties**

Covenants und Warrants sind Vereinbarungen in einem Anleihe- oder Kreditvertrag bezüglich der Gestaltung der rechtlichen und finanziellen Verhältnisse des Schuldners. Dabei handelt es sich entweder

- um aktive Verpflichtungen, z. B. Rational Covenants (Einhaltung von Bilanzkennzahlen oder Erhalt der Qualität der Aktiven); **Use-of-Proceeds-Klausel** (Verpflichtungen, den Anleiherlös nur für bestimmte Zwecke zu gebrauchen)
- um negative Verpflichtungen, z. B. die Anti Disposal Covenants (Beschränkungen der Kreditaufnahme, des Verkaufs von bestimmten Aktiven oder der Ausschüttungen an Aktionäre). Anleihen von Tochtergesellschaften können mit der **Share-Maintenance-Klausel** ausgestattet werden. Die Muttergesellschaft verpflichtet sich, ihre Beteiligung am Aktienkapital des Emittenten während der Anleihezeit nicht unter einen bestimmten Prozentsatz (z. B. 51 %) absinken zu lassen.
- Eine Zusicherung besonderer Art wird bei Anleihen von Kraft werken abgegeben. Die Aktionäre als Energiebezüger verpflichten sich, die gesamte Jahresproduktion zu kostendeckenden Preisen, die ausdrücklich auch den Aufwand für den Anleiheendienst einschliessen, abzunehmen.

Beispiel Covenants Bond Emission HIAG⁸⁷

Bonds	CHF 100 000 000
Rate	3.13 Percent
Issue Date	16th February 2023
Covenants	Change of control clause; Pari passus clause Negative pledge clause Cross default clause

Bei Anleihen schweizerischer Emittenten sind mit Ausnahme der Share Maintenance Klausel Covenants nicht üblich.⁸⁸ Eine Studie der Zürcher Kantonalbank kam zum Schluss, dass die Covenants von Anleihen schweizerischer Schuldner als »zahnlos« zu beurteilen sind, weil die Wirkung im Härtefall als fraglich bezeichnet werden muss. So hat die federführende Bank beim allfälligen Inkrafttreten der meisten Klauseln einen Ermessensspielraum. Wird die Situation für die Obligationäre als

87 Quelle: Preliminary Prospectus 2023 HIAG, S. 2.

88 Studie ZKB Spezialreport: Zahnlose Covenants bei CHF-Anleihen, 6.2.2007.

genügend betrachtet, werden die Klauseln nicht wirksam. Auch die Kontrollwechselklauseln sind eher zahm formuliert. Finanzielle Covenants fehlen fast überall.⁸⁹

Eine spezielle Finanzsituation kann zwischen einer Mutter- und Tochtergesellschaft bestehen, sofern die Tochtergesellschaft eine Anleihe emittiert. Sie werden **Keep Well Agreements** genannt. Der Inhalt dieser Art von Zusicherung ist sehr heterogen. Es handelt sich um vertragliche Abreden zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft im Hinblick auf eine Anleihensemission der Tochtergesellschaft. Die Muttergesellschaft erklärt, sie werde dafür besorgt sein, dass die Tochtergesellschaft ihren jeweiligen Verpflichtungen nachkommen kann (Letter of Comfort, Letter of Awareness). Es ist im Einzelfall abzuklären, inwieweit ein verbindliches klagbares Leistungsversprechen vorliegt. Vielfach wird die Tragweite der Erklärung bewusst offengelassen. Keep Well Agreements sind im Allgemeinen weichen **Patronatserklärungen** gleichzusetzen.

Zu beachten ist, dass diese Eventualverpflichtungen nach OR 959 c II Ziff. 10 darstellen und daher im Anhang zur Jahresrechnung aufzuführen sind. Eine transparente Finanzberichterstattung verlangt diese Darstellung auch den Ausweis von Patronatserklärungen im Anhang, wenn über deren rechtlichen Qualifikation oder Durchsetzbarkeit Zweifel bestehen.⁹⁰

5.7 Preisbildung und Bewertung von Obligationsanleihen

Im Gegensatz zu den Aktienmärkten bietet die Preisbildung auf den Obligationenmärkten weniger Schwierigkeiten. In der Regel bieten Obligationen einen konstanten Strom von zukünftigen Zinszahlungen sowie die Rückzahlung des Nennwertes am Ende der Laufzeit. Deshalb kann der theoretische Wert einer Obligation aus der Summe der diskontierten Zahlungsströme berechnet werden. Die hauptsächlichste Einflussgrösse auf den Wert von Obligationen stellen Änderungen des Zinsniveaus dar. Fällt der Marktzins unter den Zinssatz der Obligation, steigt der Kurs über den Nennwert (**über pari**), während steigende Marktzinsen einen Kursrückgang von niedrigen verzinslichen Obligationen auslösen.

Die Kursgestaltung der Anleiheobligationen wird durch die Renditeerwartungen bestimmt. Die von den Investoren geforderte Rendite, welche den Anlagewert (**Investment Value**)⁹¹ der Obligation massgeblich bestimmt, jedoch nicht mit dem nominellen Zinssatz übereinstimmen muss, hängt von verschiedenen Faktoren ab, wie beispielsweise von

- der Rendite alternativer Anlagen,
- den Erwartungen über die Zins- und die Inflationsentwicklung,

89 Zürcher Kantonalbank, Anlagen Schweiz (Obligationen), Spezialreport vom 6.2.2007.

90 HWP, Band Buchführung und Rechnungslegung, N 855, Zürich 2023, S. 318.

91 Der Investment Value entspricht der Summe der Barwerte aller Zinszahlungen und der Kapitalrückzahlung. Die Diskontierung erfolgt zu der vom Investor geforderten Rendite.

- der Laufzeit/Duration,
- der Bonität des Anleihenschuldners.

Auf den internationalen Finanzmärkten wird mit **Ratings** die Wahrscheinlichkeit beurteilt, ob der Anleihenschuldner in der Lage sein wird, die Zins- und Rückzahlungsverpflichtungen zu erfüllen. Die Klassifizierung von Anleihenschuldnern erfolgt durch spezialisierte Ratingagenturen, z.B. Standard & Poor's, Moody's Investor Service und Fitch. Dabei erfolgt die Bonitätsbeurteilung durch Kurzsymbole.⁹²

Das Rating eines Anleihenschuldners spielt primär eine Rolle bei der Festsetzung der Emissionsbedingungen, hat aber auch wegen seiner Auswirkung auf die Renditeforderung des Investors eine Bedeutung für die spätere Kursgestaltung. Eine deutliche Rückstufung (Downgrade) während der Anleiensdauer, z.B. als Folge einer durch Akquisitionen verursachten höheren Verschuldung, löst deshalb in der Regel einen Kursrückgang der Anleihe aus.

Bevor eine Rating-Änderung erfolgt, wird der Emittent auf eine **Watchlist**⁹³ gesetzt. Ratings bis BBB bzw. Baa gelten als Anlagequalität (**Investment Grade**), während Obligationen mit schlechteren Ratings spekulativen Charakter (**Speculative Grade**) aufweisen. Die Ratings stellen jedoch keine Kauf- oder Verkaufsempfehlungen dar und beurteilen auch nicht die Marktconformität der Emissionsbedingungen.

Nur wenige schweizerische Unternehmungen wie Holcim, Nestlé, Novartis, Roche werden regelmässig durch die grossen Ratingagenturen »geratet«. Wenn offizielle Ratings fehlen, nehmen die Emissionsbanken interne Ratings vor. Diese werden jedoch nicht in jedem Fall publiziert.⁹⁴

Dar. 11: Ratings

Fitch Standard & Poor's	Moody's	Beschreibung
Anlagequalität		
AAA	Aaa	Beste Schuldner- bzw. Anleihequalität; äusserst hohe Fähigkeit zur Zahlung der Zinsen und zur Tilgung.

92 Innerhalb der Kategorie werden durch Modifikationen Feinabstufungen vorgenommen, bei S & P sind mit + und -, bei Moody's mit 1 die beste bzw. 3 die schlechteste Qualität bezeichnet. Siehe dazu Heinke, Volker, G.: Bonitätsrisiko und Creditrating festverzinslicher Wertpapiere, Bad Soden 1998.

93 Verzeichnis von Gesellschaften, die mit einer Überprüfung des Ratings rechnen müssen. Dieses kann von der Ratingagentur bestätigt, heraufgesetzt (upgrading) oder herabgesetzt (downgrading) werden.

94 Credit Suisse hatte ein Handbuch zur Bonität von 46 schweizerischen Gesellschaften publiziert. Auch die Zürcher Kantonalbank veröffentlicht einen Swiss Rating Guide. Ein bankeigenes Ratingsystem hat auch die Bank Vontobel entwickelt.

Dar. 11: Ratings – Fortsetzung

Fitch Standard & Poor's	Moody's	Beschreibung
AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	Sehr hohe Schuldner- bzw. Anleihequalität. Sehr hohe Zahlungsfähigkeit; geringe Differenz zu Triple-A.
A+ A A-	A1 A2 A3	Hohe Fähigkeit der Emittenten zur Zahlung von Zinsen und zur Rückzahlung
BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	Angemessene Zahlungsfähigkeit; ungünstige wirtschaftliche Entwicklungen können die Fähigkeit zur Zinszahlung und zur Tilgung beeinträchtigen.
Spekulativer Qualität		
BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	Anleihe weist spekulative Charakteristiken auf; Gefahr, dass die Zahlungsfähigkeit eingeschränkt ist.
B+ B B-	B1 B2 B3	Spekulative Anleihe; Schuldner ist noch zahlungsfähig; ein widriges Geschäfts- oder Konjunkturmilieu vermindert die Zahlungsfähigkeit des Emittenten.
CCC+ CCC CCC-	Caa1 Caa2 Caa3	Hohe Gefahr eines Zahlungsverzugs bzw. -ausfalls; die Solvenz des Schuldners hängt von der Verbesserung des Geschäfts- oder Konjunkturmilieus ab.
CC	Ca	Akute Gefahr eines Zahlungsverzugs bzw. -ausfalls; hochspekulative Anleihe; geringe Zahlungsfähigkeit des Schuldners.
C	C	Emittent steht kurz vor Zahlungsunfähigkeit
D		Der Schuldner befindet sich mit der Zahlung der Zinsen oder der Rückzahlung im Verzug.

Für Anleihen mit einem tieferen Rating verlangt der Markt – verglichen mit Emissionen von AAA-Schuldnern – eine Risikoprämie. Diese ist umso höher, je länger die Laufzeit, weil die Wahrscheinlichkeit des Zahlungsverzugs mit zunehmender Laufzeit steigt. Wie statistische Erhebungen zeigen, ist auf die Ratings im Allgemeinen Verlass. Im Zusammenhang mit der Schuldenkrise 1997/98 verschiedener asiatischer Länder wurden allerdings die verspäteten Korrekturen der (zu günstigen) Benotung für verschiedene Schuldner kritisiert. Dieser verständlichen Kritik wurde entgegengehalten, dass die Ratingagenturen bei der Einschätzung des Risikos der Zahlungsfähigkeit von Staaten gegenüber anderen Marktteilnehmern nur einen geringen Informationsvorteil haben. Zuverlässiger ist die Bewertung von privaten Schuldnern, weil diese den Agenturen vertrauliche Informationen liefern,

die durch die Ratings an den Markt weitergeleitet werden. Im Zusammenhang mit der Finanzkrise 2007/2008 hat die Glaubwürdigkeit der Bonitätsbeurteilung durch die grossen Ratingagenturen jedoch stark gelitten. Es wurde kritisiert, dass die Agenturen zu wenig unabhängig seien, weil ihre Honorare von den beurteilten Unternehmen bezahlt werden und dadurch eine gewisse Abhängigkeit besteht. Es ist zurzeit offen, in welcher Form die Tätigkeit von Ratingagenturen durch eine staatliche Überwachung und Selbstregulierung verbessert werden kann.⁹⁵ In der Folge ist es zu einer stärkeren Regulierung der Tätigkeit von Ratingagenturen gekommen.⁹⁶

Beispiel Rating-Reduktion SAir-Group

Moody's hat die Gesellschaft erstmals im August 2000 mit A3 sehr positiv bewertet, obwohl schon damals die Verschuldung hoch war. Nach Bekanntwerden der Ertragsrückgang und damit im Zusammenhang der Führungskrise reduzierte Moody's das Rating im April 2001 auf Baa3. Im Juni 2001 wurde SAir sogar auf Ba3 heruntergestuft. Die SAir-Anleihen verloren demnach den Investment Grade. Am 18. September 2001 wurde das Rating auf B2, am 2. Oktober (vor Einreichung des Gesuchs um Nachlassstundung) auf Caa3 reduziert.

Beispiel Rating-Reduktion Clariant

Moody's reduzierte 2009 aufgrund der verschlechterten Ertragslage das Rating des Basler Chemiekonzerns von Baa3 auf Ba1. Die Obligationen hatten damit die Anlagequalität verloren.⁹⁷

Beispiel Rating-Reduktion Clariant

Fitch reduzierte 2012 das Rating der Anleihen des früher marktbeherrschenden finnischen Konzerns auf BB+.⁹⁸

Im Zusammenhang mit der Bonität von Anleiheobligationen wird in der Schweiz vielfach noch – gestützt auf ZGB 401 und 402 – der Begriff der **Mündel-**

95 Wegen fahrlässiger Bewertung von Effekten durch Ratingagenturen hatte in den USA ein grosser institutioneller Investor gegen Moody's, Standard & Poor's sowie Fitch Klage eingereicht. NZZ Nr. 103 vom 17.7.2009.

96 Siehe auch FINMA-Rundschreiben 2012/1 Ratingagenturen als Beispiel für die Schweiz.

97 Quelle: FuW vom 25.02.2009.

98 Quelle: NZZ 25.4.2012: Nokia-Anleihen nur noch Ramsch.

sicherheit verwendet. Mündelsichere Anlagen sollen dem Investor die höchstmögliche Garantie für einen regelmässigen Ertrag und den nominellen Erhalt des Kapitals bieten.⁹⁹

Neben der Bonität des Schuldners ist die **Liquidität** einer Anleihe ein zentrales Anlagekriterium. Bei Grossanleihen (**Jumbo-Anleihen**) geben sich Investoren mit einer leicht tieferen Rendite zufrieden. Ein hohes Emissionsvolumen ist deshalb auch für den Schuldner interessant. Deshalb werden Anleihen oft mit einer **Reopen- oder Aufstockungsklausel** versehen. Dadurch wird der Emittent ermächtigt, jederzeit durch Ausgabe von fungiblen Obligationen den ursprünglichen Anleihebetrag zu aktuellen Marktbedingungen zu erhöhen. Anleihen, die wegen ihres breiten Marktes für die Kursentwicklung repräsentativ sind, werden als **Referenz- oder Benchmarkanleihen** bezeichnet. Auch die Absicherungsmöglichkeiten durch Einsatz von Derivaten beeinflussen die Liquidität von Obligationen.

Für die Beurteilung der Kursgestaltung auf den Anleihemärkten stehen verschiedene Beurteilungskriterien zur Verfügung:

- **Renditekennzahlen und Renditekurven**

Die täglich ermittelten Durchschnittsrenditen der Bundesobligationen, die über die Effektivverzinsung der Obligationen auf den Verfall informieren. Die Effektivverzinsung ist der Zinssatz, mit dem alle zukünftigen Zahlungen diskontiert werden müssen, um den aktuellen Kurs zu erhalten.

- **Renditespread**

Dies ist die Differenz zwischen Renditen von Anleihen mit unterschiedlicher Bonität. Als *Credit Spread* wird die Renditedifferenz zwischen einer risikolosen Bundesanleihe und einer Anleihe aus einer höheren Risikoklasse bezeichnet.

- **Marktindizes**

Diese können entweder anhand eines Korbes von am Kapitalmarkt ausstehenden Anleihen gebildet werden oder als synthetischer Index, fiktive Anleihen, deren Zins und Laufzeitenstruktur im Zeitablauf unverändert bleiben. Für die Entwicklung des CHF-Obligationenmarktes sind die **Swiss Bond Indices (SBI)** repräsentativ. Das SBI Index Segment umfasst den Gesamtmarkt (SBI), den Markt für inländische Anleihen nach Emittenten aufgegliedert (SBI Domestic) und den Markt für Auslandsanleihen ebenfalls nach Emittenten aufgeteilt (SBI Foreign).

- **Duration**

Die Duration ist ein Mass für die durchschnittliche Bindungsdauer – auch Macaulay Duration bezeichnet – eines investierten Kapitalbetrages (Obligation, Darlehen). Sie ist ein gewichteter Durchschnitt der verbleibenden Zahlungszeitpunkte. Dabei stellen die Anteile der Einzelbarwerte am Gesamtbarwert die Gewichte dar.

⁹⁹ Modern ausgedrückt: Geringe Wahrscheinlichkeit eines Ausfallrisikos, das heisst Schuldner mit A-Rating.

Formel zur Duration

$$D = \frac{1}{k} \sum_{t=1}^n \frac{Z_t \times t}{(1+r)^t} \quad \text{mit} \quad k = \sum_{t=1}^n \frac{Z_t}{(1+r)^t}$$

D = Duration

Z = Couponzahlungen

t = Zeitabschnitt

r = Marktzins/Verfallrendite (YTM, Yield to Maturity)

k = Summe der Barwerte

Über die Duration lassen sich Ceteris paribus vier grundlegende Aussagen treffen:

- Die Duration ist umso kleiner, je kürzer die Restlaufzeit ist.
- Die Duration ist umso kleiner, je höher der Marktzins liegt.
- Die Duration ist umso kleiner, je höher der Anleihecoupon ist.
- Die Duration eines Zerobonds entspricht stets seiner Restlaufzeit.

Fiktives Beispiel für die Herleitung einer Duration für eine Obligation

Nominalzins (Coupon)	6 %
Laufzeit	5 Jahre
Aktueller Kurs	100 %
Verfallrendite	6 %

Dar. 12: Barwertermittlung

Zahlungszeitpunkt (t)	Zins- und Tilgungsbeitrag (Z)	Barwerte (C)	Relatives Gewicht der Barwerte	Summen der Barwerte
t	Z	$C = Z/(1+r)^t$	$g = C/k$	$t \times g$
1	6	5.66	0.057	0.057
2	6	5.34	0.053	0.106
3	6	5.03	0.050	0.150
4	6	4.75	0.048	0.192
5	106	79.21	0.792	3.960
		100 (k)	1	4.465

Die oben erwähnte Definition nach Macaulay stellt den Zeitaspekt von festverzinslichen Anlagen in den Vordergrund. In einer von Hicks gegebenen Definition wird die Elastizität E des Barwertes einer Anleihe in Abhängigkeit von Kapitalmarktzinsänderungen hervorgehoben.

Formel zur Ermittlung der Elastizität des Barwertes (modifizierte Duration)

$$\text{Elastizität} = \text{Duration} \times \frac{1}{(1+r)}$$

Fiktives Beispiel für die Interpretation der Duration (aus vorangehendem Beispiel)

Der Marktzins beträgt neu 7 %. Hieraus ergibt sich folgende Elastizität der Anleihe:

$$\text{Elastizität} = 4.465 \times \frac{7}{(1+0.07)} = 4.17\%$$

Wenn sich die Verfallrendite um 1 % verändert bzw. steigt, dass verringert sich der Wert der Anleihe um 4.1 %.

Die Elastizität gibt an, um wie viel Prozent sich der Barwert einer Zahlungsreihe ändert, wenn sich der Marktzins r um 1 % ändert. Die Duration kann deshalb auch als Risikomass für die Preissensitivität der entsprechenden Anleihen auf Veränderungen des Marktwertes eingesetzt werden. Dabei gilt die Regel: Je niedriger der Wert der Duration, desto geringer ist das Zinsänderungsrisiko.

Die Verfallrendite wirkt sich gegenteilig auf den Wert einer Obligation aus. Wenn die Verfallrendite steigt, sinkt der Wert einer Obligation.

5.8 Sonderformen der Obligationsanleihen

5.8.1 Anleihen mit Währungsklauseln

Ausländische Emittenten berücksichtigen bei der Gestaltung der Bedingungen einer auf eine Fremdwährung lautende Anleihe naturgemäß auch das Wechselkursrisiko. Der Emittent kann sich beispielsweise für die Rückzahlung eine **Währungsoption** vorbehalten. Heimwährung oder Fremdwährung mit einem zum Voraus festgelegten Wechselkurs. Währungsanleihen waren vor allem in verschiedenen Varianten in

den 1980er-Jahren häufig. Seither sind nur noch einzelne ältere Anleihen noch nicht zurückbezahlt, so die sogenannten FIPS-Anleihen (Foreign Interest Payment Securities).

5.8.2 Gewinnberechtigte Obligationen

Um den Anreiz zur Zeichnung zu erhöhen, kann der Obligationenschuldner neben dem festen Zins einen jährlichen, vom Gewinn abhängigen Zusatzzins versprechen. Diese gewinnberechtigten Obligationen haben sich in der Schweiz nicht durchzusetzen vermocht. Im Ausland sind sie jedoch hin und wieder anzutreffen.¹⁰⁰

5.8.3 Income Bonds

Von den gewinnberechtigten Obligationen sind die Obligationen mit variabler, ausschliesslich vom Geschäftsergebnis oder von der Dividende abhängigen Verzinsung (Income Bond) zu unterscheiden. Diese entstehen oft bei Sanierungen, können jedoch auch von ertragskräftigen Gesellschaften ausgegeben werden. Die Ausgestaltung von Income Bonds ist vielfältig.

5.8.4 Indexanleihen

Unter dem Eindruck der stetigen Geldentwertung, die weltweit die Entwicklung der Volkswirtschaften bis in die 1990er-Jahre prägte, wurde vor allem in Ländern mit starkem Kaufkraftschwund die Unterbringung von Obligationenanleihen zu herkömmlichen Bedingungen erheblich erschwert. Der Sparer war nicht mehr gewillt, sein Geld für Obligationen herzugeben, die zwar auf Ende der Laufzeit zum ursprünglichen Nennwert zurückbezahlt werden, jedoch beim Verfall nur noch einen Bruchteil der seinerzeit geliehenen Kaufkraft ausmachen. Deshalb kalkuliert der Markt in die Verzinsung eine Prämie für das Inflationsrisiko ein. Hohe Inflationsraten bewirken deshalb einen kräftigen Anstieg der nominellen Zinssätze.

Bei der **Indexanleihe** verpflichtet sich der Anleihenschuldner, falls während der Laufzeit der Anleihe die Teuerung weiter fortschreitet, die Geldentwertung durch Rückzahlung zu einem den Kaufkraftverlust teilweise oder voll kompensierenden Betrag auszugleichen. In der Regel wird jedoch auch die Zinszahlung indexiert. Der für die Messung der Geldwertentwicklung zur Anwendung gelangende Index kann frei gewählt werden. Bei indexierten Unternehmensanleihen wurde als Massstab für die Kaufkraftveränderungen nicht der Konsumentenpreisindex, sondern ein Index gewählt, der durch die Unternehmung direkt oder indirekt beeinflusst werden kann, z. B. die Verkaufspreise.

100 Eine gesetzliche Regelung sah das Deutsche AktG in Paragraph 221 vor.

Beispiel Indexanleihe Electricité de France 1959 bis 1979

Ausgabepreis: FF 200, Rückzahlung: jene Summe, welche im Rückzahlungsjahr der durchschnittlichen Einnahme für die Lieferung für 2 500 KWh entspricht, mindestens aber FF 250. Im Februar 1979 wurden die Obligationen mit FF 503,28 zurückbezahlt.

Weil bei der Indexanleihe der Obligationär gegen einen allfälligen Kaufkraftverlust der Zinsen und des Kapitals gesichert ist, gibt er sich mit einem niedrigeren Zinssatz zufrieden als bei einer gewöhnlichen Anleihe. Aus der Sicht des Schuldners ist zu beachten, dass die Rückzahlung der Anleihe mit entwertetem Geld einen Gewinn darstellt, welcher die höhere Zinsbelastung aus einer gewöhnlichen Anleihe im Allgemeinen mehr als ausgleicht. Eine Renaissance erlebten die Indexanleihen im öffentlichen Bereich vor allem in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre, nachdem Grossbritannien schon früher kaufkraftgesicherte Anleihen ausgegeben hat. 1997 konnte das amerikanische Schatzamt 10-jährige 3.5 % TIPS (Treasury Inflation Protection Securities) auf einer Renditebasis von 3.45 % platzieren. »Normal« 6.5 %-Treasury Bonds rentierten im gleichen Zeitpunkt 6.64 %. Für den Inflationsschutz nahm der Investor eine Renditeeinbusse von über 300 Basispunkten in Kauf.¹⁰¹ Seit 1998 besteht auch in Frankreich ein Emissionsprogramm für 10- und 30-jährige Obligations assimilables du Tresor indexees sur l'inflation (OATI). 2006 legte Deutschland erstmals eine inflationsgeschützte Anleihe (Inflation Linked Bond, kurz ILB oder Linker) mit einem Coupon von 1.5 % und zehn Jahren Laufzeit auf. Zins- und Rückzahlungsbetrag sind an den Verbraucherpreisindex gebunden. Bei einer Deflation wird der ursprüngliche Nennwert zurückbezahlt (der sogenannte Deflation Floor).¹⁰²

Im schweizerischen Recht fehlt eine Regelung der Werterhaltungsklauseln. Grundsätzlich werden sowohl das Nennwertprinzip (Franken = Franken) und das Realwertprinzip (Kaufkraftsicherung) anerkannt. In der Schweiz sind Indexanleihen nur in Ausnahmefällen von wenig bekannten Schuldern aufgelegt worden. Für indexierte Bundesanleihen gibt es – anders als im Ausland – wegen der tiefen Inflationsraten in der Schweiz keine entsprechende Nachfrage.

101 FuW, 1. Februar 1997, NZZ 31. Januar 1997. Die Renditedifferenz zwischen inflationsgeschützter und gewöhnlicher Staatsanleihe ist ein aussagekräftiges Mass für die Inflationserwartungen des Marktes.

102 Eine ausführliche Darstellung, insbesondere auch unter dem steuerlichen Aspekt von Indexklauseln, geben Gennari, F./Rihs, M.: Steuerliche Behandlung von inflationsgeschützten Finanzinstrumenten, in: Steuer Revue 10/2010, S. 718 ff.

Beispiel Indexanleihe Villereuse S. A. Genf (Parkinggesellschaft)

6 % nachrangige Anleihe nom. CHF 2 250 000 1988 bis 2008 als Bestandteil eines Wertpapierpaketes, Unité de Parking genannt, enthaltend zudem ein Darlehen und einen Partizipationsschein. Während mehreren Geschäftsjahren war es der Gesellschaft nicht möglich, wegen der schwachen Ertragslage den Zinsverpflichtungen nachzukommen. Aufgrund der besonderen Anleihebedingungen wurden die rückständigen Zinsen und die aufgelaufenen Index-Prämien ausserhalb der Bilanz als aktivierter Finanzaufwand und als Eventualverpflichtung erfasst. Die günstigere Ertragsentwicklung in den 1990er-Jahren ermöglichte die nachträgliche Bezahlung der rückständigen Zinsen und die Rückzahlung der Anleihen Ende 2008 (CHF 1 278.68 je nom. CHF 1 000).¹⁰³

Die Gesellschaft ist insofern ein Sonderfall, als andere Gesellschaften in der Westschweiz, welche zur Finanzierung ebenfalls »Unite de Parking« eingesetzt haben, durch den mit der Indexierung verbundenen Finanzaufwand überfordert waren und Sanierungsmassnahmen im Rahmen der Gläubigergemeinschaft bei Anleiheobligationen treffen mussten (z. B. Parking des Hopitiaux S. A. Lausanne, Parking Pre de la Tour, Pully).¹⁰⁴ Mit den Indexanleihen vergleichbar sind Anleihen mit anderen Sachwertklauseln, insbesondere eine Goldklausel (z. B. die für den französischen Staat wegen des Goldpreisanstiegs sehr kostspielige 7 % Anleihe 1973 bis 1983 mit Goldklausel, die sogenannte Giscard-Anleihe).

5.8.5 Funding und PIK-Anleihen

Funding-Obligationen sind Teilschuldvereinbarungen, die aus der Umwandlung von aufgelaufenen, nicht bezahlten Zinsen in neue, feste (fundierte) Obligationenschulden entstanden sind. So erhielten die Obligationäre der Anleihen des Deutschen Reiches für die rückständigen Zinsen gemäss dem Londoner Schuldenabkommen 3 %-Funding-Titel mit einer Laufzeit von zwanzig Jahren. Das Konzept, Barauszahlungen von Zinsen durch Emission neuer Schuldverpflichtungen zu ersetzen, liegt den in den 1980er-Jahren in den USA emittierten PIK zugrunde. Bei diesen »pay-in kind bonds« werden die Zinsen ganz oder teilweise in neuen Obligationen beglichen.¹⁰⁵

103 Quelle: Verschiedene jährliche Publikationen im SHAB, zuletzt 24.7. 2008.

104 Verschiedene jährliche Publikationen im SHAB.

105 Brealey, R./Myers, St./Allen, F.: Principles of Corporate Finance, Boston 2008, S. 689.

5.8.6 Nachrangige Anleihen

Nachrangige Anleihen, auch Subordinationsanleihen oder Anleihen mit Subordinationsklausel genannt, sind langfristige Verbindlichkeiten, die dem Eigenkapital ähnlich sind, weil mit dem Geldgeber ein unwiderruflicher Rangrücktritt vereinbart wird. Dieser bedeutet, dass die Ansprüche der Gläubiger von nachrangigen Anleihen im Falle einer Liquidation, eines Konkurses oder eines Nachlassverfahrens hinter die Ansprüche der anderen Gläubiger treten, sofern deren Forderungen nicht ebenfalls als nachrangig vereinbart worden sind. Die Forderungen des Gläubigers, mit dem ein Rangrücktritt vereinbart worden ist, wird im Falle eines Konkurses erst dann befriedigt, wenn vorher alle anderen Gläubiger voll befriedigt worden sind.

Mit der nachrangigen Anleihe soll Fremdkapital unter bestimmten Voraussetzungen die Funktion von Risikokapital übernehmen. Nachrangige Anleihen sind ein Eigenkapitalsurrogat. In den USA wird dieser Tatbestand knapp wie folgt formuliert: »debt that serves as equity«. In der Eigenmittelverordnung für Banken (ERV 27) ist die Anrechnung nachrangiger Verbindlichkeiten als eigene Mittel (als »unteres ergänzendes Eigenkapital, lower tier 2«) als Gegensatz zum Kernkapital (Tier 1), d. h. dem Eigenkapital im strengeren Sinn des Wortes nach ERV 18, verankert.¹⁰⁶

Die nachrangige Anleihe unterscheidet sich von gewöhnlichen Anleihen nur durch die darin enthaltene Rangrücktrittsklausel. Eine unterschiedliche Behandlung ergibt sich deshalb nur im Insolvenzverfahren. Am Ende der Laufzeit wird diese wie eine normale Anleihe zurückbezahlt. Nachrangige Anleihen werden kotiert und gehandelt wie Obligationen herkömmliche Anleihen. Um der Nachrangigkeit Rechnung zu tragen, liegt die Rendite subordinierter Titel gemäss den jeweiligen Anleihens- und Marktbedingungen über demjenigen normalen Anleihen.

Es ist möglich, auch Wandel- und Optionsanleihen mit einer Rangrücktrittsvereinbarung auszustatten. Von Schuldnern ausserhalb des Bankensektors werden nur ausnahmsweise Anleihen mit Rangrücktritt ausgegeben, so z. B. Schweizer-Franken-Anleihen der KLM Royal Dutch Airlines und der SAS ohne feste Laufzeit, d. h. Perpetual Bonds.

5.8.7 Asset Backed Securities

Das Konzept der **Asset Backed Securities (ABS)** beruht auf der Umwandlung von Krediten in handelbare Wertpapiere (Asset Securitisation). Finanzaktiven einer Bank oder eines Unternehmens (Originator) wie Teilzahlungskredite, Forderungen aus Kreditkarten und Leasinggeschäften, Hypothekendarlehen, Debitorenguthaben,

¹⁰⁶ Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhandler (ERV, Stand 1.7.2012).

Mieterträge werden bei einem eigens zu diesem Zweck gegründeten Finanzierungsinstitut, genannt **Special Purpose Vehicle (SPV)**, mit befreiender Wirkung (Off Balance Sheet) verkauft.¹⁰⁷

Der einzige Zweck solcher SPV ist es, einen Pool von Aktiven zu erwerben, zu halten und gegen diesen Pool besondere Wertpapiere, die Asset Backed Securities, auszugeben, welche zur Finanzierung der Aktiven dienen. Die von den Aktiven generierten Cashflows dienen zur Verzinsung und Rückzahlung der ABS. Mit der Ausgabe von ABS kann sich der Originator neue Finanzquellen erschliessen, bestehende Kreditlimiten schonen und sein Risiko-Exposure durch Abtretung von Kredit-, Währungs- und Zinsrisiken verändern. Durch besondere rechtliche Vorkehrungen werden die SPV vor einem möglichen Konkurs des Originators geschützt (Insolvency Remote). Dadurch wird das Kreditrisiko des Aktivenpools klar vom Kreditrisiko des Originators getrennt. ABS-Transaktionen sind bezüglich der rechtlichen Gestaltung komplex und für den Investor nur schwer zu beurteilen.

Deshalb werden ABS-Emissionen durch die bekannten Ratingagenturen geprüft und überwacht, wobei sich in der Finanzkrise die guten Ratings zahlreicher ABS-Emissionen als irrtümlich erwiesen haben. Erhebliche Risiken ergeben sich aus der Strukturierung von ABS, indem die Investmentbanken nicht gleichartige ABS, sondern verschiedene Tranchen mit unterschiedlichem Risiko zusammengestellt haben. Zudem wurden die verbrieften Ansprüche mehrmals hintereinander geschachtelt neu verbrieft, wodurch die Risiken für den Investor nicht mehr erkennbar waren.¹⁰⁸

5.9 Kosten der Anleihe

Auch bei der Finanzierung über Anleihen ist zwischen expliziten und impliziten Kosten zu unterscheiden. Explizite Kosten sind Zahlungen an Dritte, die buchhalterisch erfasst werden. Nach dem Zahlungszeitpunkt lassen sich diese gliedern in:

- bei der Emission,
- während der Laufzeit,
- bei der Rückzahlung.

Die Emissionskosten sind je nach Platzierungsform und Emittent (insbesondere in- und ausländische Schuldner) verschieden, wobei hier nur die Kosten einer Festübernahme mit Bookbuilding einer Anleihe von inländischen Schuldnern dargestellt werden.

107 Grundsätzlich kann jedes Aktivum, das juristisch abgetreten werden kann und einen gut prognostizierbaren Cashflow generiert, verbrieft werden (Erträge aus Plattenverkäufen eines Rocksängers, Steuereinnahmen der öffentlichen Hand usw.).

108 Siehe das Schema bei Brunetti, A.: Wirtschaftskrise ohne Ende?, Bern 2011, S. 42 und Sinn, H-W.: Kasino Kapitalismus, Berlin 2009, S. 139.

Bei der Emission

- Übernahmekommission (Underwriting Commission): Diese entschädigt das Emissionssyndikat für seine Bemühungen im Zusammenhang mit der Ausgabe der Anleihe.
- Verschiedene Kosten: Emissions- und Kotierungsprospekt, Börsenkotierung, Kosten für die Dienstleistung SIS.
- Es wird keine Emissionsabgabe auf der Ausgabe von Obligationen mehr erhoben.

Während der Laufzeit

- Die jährlichen Zinszahlungen,
- Couponeinlösungskommission auf den jährlichen Zinszahlungen an die Bank.

Bei der Rückzahlung

- Rückzahlungskommission auf dem Anleihensbetrag

Für die Emittenten sind die Kosten für die Anleihen höher, als dies der jährlichen Zinsbelastung entspricht. Man spricht von »all in costs«. Sie entsprechen der internen Verzinsung (Internal Rate of Return), mit welcher die Zinszahlungen und der Rückzahlungsbetrag diskontiert werden müssen, damit der Barwert dieser Zahlungen genau dem Nettoerlös der Anleihe entspricht.

6 Wandelanleihe

6.1 Begriff und Bedeutung für Unternehmen und Investoren

Die **Wandelanleihe (Convertible Bond)** gibt den Obligationären neben den üblichen Ansprüchen auf feste Verzinsung und Rückzahlung des Kapitals zusätzlich das Recht, anstelle der Rückzahlung während einer bestimmten Zeit in einem zum Voraus festgelegten Verhältnis Aktien oder andere Beteiligungspapiere (Partizipationsscheine) zu beziehen.

Macht ein Obligationär von seinem Wahlrecht Gebrauch, geht seine Kapitalforderung unter und an ihre Stelle tritt ein aktienrechtliches Beteiligungsverhältnis. Für die Unternehmung bedeutet die Ausübung des Wandelrechts eine Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital.

Vor allem international tätige Konzerne geben Wandelanleihen über eine Finanztochtergesellschaft mit Sitz im Ausland (meistens in einem Offshore-Zentrum) aus. Zugunsten der Obligationäre stellt die Muttergesellschaft in der Schweiz eine Garantie für Zinsen und Rückzahlung. Wandelanleihen von ausländischen Schuldner unterliegen nicht der Verrechnungssteuer, was sie für Anleger, welche keinen Rückforderungsanspruch auf die Verrechnungssteuer haben, zusätzlich attraktiv macht.

Gesellschaften, die eine Wandelanleihe ausgeben, verfolgen eines der beiden Ziele:

- Reduktion der Fremdfinanzierungskosten durch Beifügen eines Wandelrechts an eine klassische Obligationenanleihe.
- Indirekte Aufnahme von Eigenkapital zu einem dem Börsenkurs angenäherten oder diesen übersteigenden Ausgabekurs.

Je nach dem verfolgten Ziel wird das Wandelrecht ausgestaltet und insbesondere der Wandelpreis festgesetzt. Da bei schweizerischen Streubesitzaktionären direkte Kapitalerhöhungen mit hohem Aufgeld eher auf Abneigung stossen, versuchen die Gesellschaften dieses Ziel indirekt, durch die Hintertür (Backdoor Equity Issue) über Wandelanleihen, zu erreichen.

Wird der Wandelpreis über dem aktuellen Aktienkurs angesetzt, erhält die Gesellschaft bei Wandlung ein höheres Agio als bei einer Kapitalerhöhung zu den aktuellen Bedingungen. Der zusätzliche Anreiz des Wandelrechtes ermöglicht dem Schuldner, in der Regel einen Liquiditäts- und Zinskostenvorteil zu erzielen. Die Zeichner einer Wandelanleihe geben sich mit einer je nach der Attraktivität der Wandelbedingungen niedrigen Verzinsung zufrieden, weil das Wandelrecht der Obligation die Vorteile eines Beteiligungspapiers verleiht, ohne dass dabei die vollen Risiken einer direkten Kapitalanlage in Aktien eingegangen werden müssen. Gegenüber einer sofortigen Aktienkapitalerhöhung ergeben sich für die Gesellschaft zudem steuerliche Vorteile: Die Zinsen der Wandelanleihe sind im Gegensatz zur Dividendenausschüttung steuerlich abzugsfähige Kosten.

Implizite Kostennachteile (Opportunitätskosten) sind für die Unternehmung mit der Ausgabe von Wandelanleihen dann verbunden, wenn die Geschäftsleitung die Entwicklung des Aktienmarktes und das Gewinnwachstum bei der Emission zu pessimistisch beurteilt und dementsprechend den Wandelobligationären zu günstige Wandelbedingungen eingeräumt hat. Die Gesellschaft ist an der Verstärkung der Eigenkapitalbasis durch eine möglichst frühzeitige Ausübung des Wandelrechtes interessiert. Andererseits bieten Wandelobligationen den Anlegern oft eine spürbar höhere Barrendite als die aus der Wandlung zu beziehenden Aktien, sodass diese die Ausübung des Wandelrechtes möglichst lange hinauszögern.

Beispiel Zinsvorteil Wandelanleihe für Investoren Swatch Group Finance, Luxemburg S. A.

CHF 412 Mio., 2 5/8 % Wandelanleihe 2003 bis 2010: Für eine Obligation von CHF 5 000 betrug der jährliche Zins CHF 131.25. Die 100 aus der Wandlung zu beziehenden Namenaktien gaben für 2009 eine Dividende von CHF 80 für 2009. Bei der Fälligkeit 2010 wurden CHF 387 Mio. in Namenaktien gewandelt, CHF 1 Mio. musste bar zurückbezahlt werden und 24 Mio. wurden von der Gesellschaft früher zurückgekauft und getilgt. Bei Endfälligkeit betrug der Wandelpreis CHF 49, der Börsenkurs CHF 67.¹⁰⁹

Wegen der tiefen Verzinsung der in den letzten Jahren ausgegebenen Wandelanleihen ist der Unterschied zwischen dem Barertrag aus der Anleihe und der aus der Wandlung zu beziehenden Aktien jedoch nicht mehr so ausgeprägt. Bei niedrig verzinslichen Wandelanleihen und ungewissen Aussichten auf einem deutlichen Anstieg des Aktienkurses wird dem Investor manchmal das Recht eingeräumt, die Obligation vorzeitig – sozusagen als Entschädigung für das allfällig wertlose Wandelrecht – mit einer Prämie (**Rückzahlungsgagio**) zu kündigen (**Put-Option**).

109 Quelle: Geschäftsbericht 2010, S. 199.

Beispiel Put-Option der Obligationäre Holcim Overseas Finance Ltd., Hamilton

CHF 600 Mio., 1 % Wandelanleihe 2002 bis 2012: Am 10. 6. 2007 oder 10. 6. 2009 steht den Obligationären das Recht zu, die Anleihe zum vorzeitigen Rückzahlungspreis plus aufgelaufene Zinsen zu kündigen. Die Berechnung des vorzeitigen Rückzahlungspreises ist in den Anleihebedingungen umschrieben und richtet sich nach dem Rückzahlungspreis bei Endverfall von 116.805 %. Weil 2007 der Wandelpreis von CHF 86.77 deutlich unter dem Börsenkurs der Aktien von CHF 130 lag, hat die Gesellschaft vom Softcall Gebrauch gemacht und die Anleihe zum aufgelaufenen Rückzahlungspreis von 108.13 % gekündigt.¹¹⁰

Tief verzinsliche Wandelanleihen mit Put-Klausel fallen unter den Begriff der »nicht klassischen Wandelanleihe«, wenn die Voraussetzungen gemäss Kreisschreiben Nr. 15 der ESTV vom 3. Oktober 2017 erfüllt sind.

Aus der Sicht der Investoren entspricht das Wandelrecht einer Call-Option auf dem Bezug von Aktien. Diese ist allerdings – im Gegensatz zu den früher üblichen Optionsanleihen – nicht getrennt handelbar, sondern in die Obligation »eingebettet«.¹¹¹ Die Wandelanleihen sind aus Emittentensicht eine Kombination einer klassischen Obligationenanleihe mit einer Short Call Option. Der Emittent ist Stillhalter in Aktien. Für die Bewertung sind deshalb sowohl alle Bewertungsparameter für Anleihen und jene für Call-Optionen wichtig. Der Markt von liquiden Wandelanleihen bekannter Emittenten wird von Arbitrageuren geprägt, welche aus Fehlbewertungen profitieren möchten.¹¹²

Beobachtungen zeigen, dass Wandelanleihen in einem Betrachtungszeitraum von zehn Jahren gegenüber einem reinen Aktienportefeuille einen Mehrertrag generieren.¹¹³ In der Niedrigzinsperiode der letzten Jahre ist die Emission von Wandelanleihen auf dem schweizerischen Markt deutlich zurückgegangen, weil die Unternehmen einfachere Finanzierungsinstrumente kostengünstig einsetzen können. Für nicht professionelle Investoren bieten die Banken anstelle von Einzelanlagen auf Wandelanleihen spezialisierte Anlagefonds an. Mit der Wandelanleihe nicht zu verwechseln sind die **Exchangeable Bonds**. Es handelt sich um Obligationen, welche in Beteiligungspapiere gewandelt werden können, die nicht vom Anleihenschuldner, sondern von einem Dritten emittiert worden sind. Exchangeable Bonds werden durch den Emittenten vor allem zur Desinvestition von Finanzanlagen und Beteiligungen eingesetzt.

110 Quelle: Emissions- und Kotierungsprospekt.

111 Kolb, P.: Kapitalbeschaffung mittels Wandelanleihen, Zürich 2005, S. 61.

112 UBS Global Asset Management, in: FuW vom 12.11.2008.

113 Zürcher Kantonalbank: Anlagen aktuell, Mai 2010.

Beispiel Exchangeable Bond Schweizerische Eidgenossenschaft

0.25 % Umtauschanleihe 2003–2007 CHF 1 500 000 000: Obligationen im Nennwert von CHF 5 000 können während der Laufzeit spesenfrei in zehn Namenaktien der Swisscom AG von CHF 1 Nennwert gewandelt werden. Wandelpreis CHF 500 je Namenaktie, Börsenkurs der Swisscom-Aktie im Zeitpunkt der Emission CHF 395. Die Anleihe wurde innerhalb von zwei Stunden mehrfach überzeichnet. Der Anleger kann am 19.12.2005 die vorzeitige Rückzahlung zu pari verlangen.¹¹⁴

6.2 Arten von Wandelanleihen

Die Wandelanleihe ist das Musterbeispiel eines hybriden Finanzinstrumentes, welches Elemente von Eigenkapital und Verbindlichkeiten kombiniert. In der herkömmlichen finanziellen Berichterstattung wird die Anleihe bei der Emission unter langfristigen Finanzverbindlichkeiten erfasst und in den Folgejahren ergibt sich bei Wandlung eine Verschiebung zum Eigenkapital, d. h. Aktienkapital (Nennwert der Aktien) und Reserven aus Kapitaleinlagen (Agio).

Die internationalen Rechnungslegungsvorschriften verlangen jedoch nach der wirtschaftlichen Betrachtungsweise ein Split Accounting, auch Bifurcation genannt, indem der Emissionserlös buchhalterisch zwischen einer Finanzverbindlichkeit und der Eigenkapitalkomponente aus dem Wandelrecht aufgeteilt wird.

Neben den im vorangehenden Abschnitt beschriebenen klassischen Wandelanleihen sind in den letzten Jahren von den Investmentbanken verschiedene Innovationen entwickelt worden.

6.2.1 Subordinated Convertible Bond

Wenn das Eigenkapitalelement rechtlich stärker als das Fremdkapital hervorgehoben werden soll, wird die Wandelanleihe mit einer Nachrangigkeitsklausel ausgestattet.

Beispiel nachrangige Wandelanleihe Georg Fischer Finance Ltd. Hamilton

CHF 152 151 000, 3,5 %, 2003 bis 2008 mit Garantie auf nachrangiger Basis der Georg Fischer AG Schaffhausen: Die Ansprüche der Inhaber von Obligationen sind nachrangig gegenüber sämtlichen nicht nachrangigen Verpflichtun-

¹¹⁴ Quelle: Kotierungsinserat vom 15. Dezember 2003 und verschiedene Zeitungsberichte.

gen des Emittenten einschliesslich den unbedingten und unwiderruflichen Zahlungsverprechen bis zu CHF 200 Mio. des Garanten.¹¹⁵

6.2.2 Zero Coupon Convertible Bond

Beim Zero Coupon Convertible Bond handelt es sich um einen mit der Null-Coupon-Anleihe vergleichbaren Anleihenstyp. Wird die Anleihe zum Nennwert ausgegeben und auf Verfall zurückbezahlt, besteht der Ertrag für den Investor ausschliesslich aus dem Wert des Wandelrechts. In der Regel ist der Rückzahlungsbetrag höher als der Ausgabepreis, um den Investor für den fehlenden Zinsertrag zu entschädigen.

Beispiel Zero Coupon Wandelanleihe Actelion Finance S. A., Luxemburg

CHF 460 Mio., 0 % 2006 bis 2011: Obligationen von nom. CHF 5 000 können in 92.302 Namenaktien gewandelt werden. Wandelpreis CHF 54.17. Keine vorzeitige Kündigung, Rückzahlung zu pari. Der Investor hat ein ertragloses Investment, wenn er auf die Ausübung des Wandelrechtes verzichten muss. Die mit dem Wandelrecht verbundenen Gewinnchancen sollen das dem Anleger zugemutete Zinsopfer erleichtern. Von der Wandelanleihe von ursprünglich CHF 460 Mio. wurden CHF 459.950 Mio. im November 2011 zurückbezahlt.¹¹⁶

6.2.3 Mandatory Convertible Securities

Mandatory Convertible Securities (MCS) sind Wandelanleihen, welche spätestens bei Verfall zwingend in Aktien umgewandelt werden müssen. MCS werden deshalb auch als Pflichtwandelanleihen bezeichnet. Finanzwirtschaftlich ist die Emission einer Pflichtwandelanleihe als eine aufgeschobene Aktienkapitalerhöhung zu betrachten. MCS sind bei der Beurteilung der Kapitalstruktur wie Eigenkapital zu beurteilen. Aus der Sicht des Anlegers entfällt der bei einer klassischen Wandelanleihe bestehende Schutzmechanismus gegenüber Kapitalverlusten bei Verfall durch Rückzahlung zum Nennwert, falls das Wandelrecht wertlos ist. Die Inhaber von MCS tragen deshalb voll das nicht zu unterschätzende Risiko einer negativen Aktienkursentwicklung.

115 Quelle: Kotierungsinserat vom 13. November 2003.

116 Quelle: Annual Report 2011.

Beispiel Pflichtwandelanleihe Givaudan Nederland Finance BV

CHF 750 Mio., 5 3/8 % Mandatory Convertible, 2007 bis 2010: Der Givaudan-Konzern (Vernier GE) legte über die ausländische Finanz-Tochtergesellschaft am 1. März 2007 eine Pflichtwandelanleihe von CHF 750 Mio. auf, wobei nominal CHF 10 000 am 1. März 2010 in 8.20136 Aktien gewandelt werden müssen. Wandelpreis CHF 1 219.31. Im Zeitpunkt der Pflichtumwandlung betrug der Börsenkurs der Aktien CHF 880. Bei der Emission schwankte der Börsenkurs der Givaudan-Aktien um CHF 1 200. Nachdem sich das Wandelrecht wegen der andauernden Baisse auf den Aktienmärkten seit 2008 als wertlos erwiesen hatte, hat sich die Kursentwicklung der Anleihe an jene der Aktien angeglichen. Die Anleihe notierte stets deutlich unter pari.

Besondere Aufmerksamkeit erhielt 2007 die Emission im Rahmen einer Privatplatzierung von zwei 9 % Mandatory Convertible Securities (MCS) 2007 bis 2010 der UBS von total CHF 13 Mrd. zum Wandelpreis von 100 % eines später definitiv zu bestimmenden Referenzpreises. Die Pflichtumwandlung erfolgte 2010 zum Wandelpreis von CHF 47.68 bei einem Börsenkurs von CHF 16.44. Der Wandelpreis entsprach damit 290 % des Börsenkurses. Im Zusammenhang mit der Verschärfung der Eigenmittelvorschriften für Banken (BankG 13 vom 1.1.2023) wurde eine neue Variante in Form einer Pflichtwandelanleihe (Contingent Convertible Bond, CoCo) eingeführt, deren Forderungsrechte beim Eintritt eines auslösenden Ereignisses (Trigger Event) in Aktien- oder PS-Kapital gewandelt werden.¹¹⁷ Die Regelung im BankG bedeutet jedoch nicht, dass nur Banken CoCos ausgeben können.

Im April 2024 hat die Credit Suisse Group (CS) im Rahmen der Übernahme der CS durch die UBS die sogenannten AT1-Anleihen vollständig abgeschrieben. Diese Anleihen sind mit der Kernkapitalquote (Tier 1) verbunden. Sofern dieser Wert unter einem festgelegten Wert zu liegen kommt, werden die Anleihen in Eigenkapitalinstrumente gewandelt. Im Falle der CS sind diese in der Höhe von 16 Mrd. CHF wertlos geworden.¹¹⁸

6.2.4 Pre IPO Convertibles

Besteht bei einer emissionsfähigen Gesellschaft, welche eine Kotierung der Aktien an der Börse plant, ein langfristiger Kapitalbedarf bei unsicheren Marktbedingungen im Vorfeld der Publikumsöffnung, kann der Finanzbedarf mit einer Wandelanleihe als Übergangslösung geschlossen werden. So wurde 1956 die erste schweize-

117 Glanzmann, L.: Neue Finanzierungsinstrumente am Beispiel von CoCos und hybriden Anleihen, in: GesKr 4/2011, S. 489 ff.

118 Vgl. NZZ vom 21.4.2023: AT-1-Anleihen der Credit Suisse: Der Aufschrei der Gläubiger ist scheinheilig.

rische Wandelanleihe von Landis & Gyr, Zug ausgegeben, weil die Auffassungen über den voraussichtlichen Marktwert der Aktien mangels Track Record des Unternehmens zwischen dem Emittenten (CHF 1 000) und den Banken (CHF 500) weit auseinanderklafften.¹¹⁹

Als Besonderheit dieser Pre IPO Convertibles ist zu erwähnen, dass der tatsächliche Wandelpreis erst nach der Börsenkotierung möglichst genau festgelegt werden kann. Der Investor muss deshalb wegen der damit verbundenen Unsicherheit entschädigt werden, entweder durch günstige Anleihensbedingungen oder durch einen Wandelpreis, der unter den marktüblichen Kennzahlen liegt. Verzichtet der Emittent auf das IPO, wird die Anleihe im Allgemeinen mit einem Agio zurückbezahlt.

Beispiel Going Public Wandelanleihe Emmi AG, Luzern

CHF 71 Mio., 2.25 % Wandelanleihe 2001 bis 2006, nachrangig: Der Wandelpreis wurde nach den tiefsten Unternehmenswertkennzahlen festgelegt. Bei einem Verzicht auf das IPO wäre die Anleihe zu 115 % zurückbezahlt worden. Emmi hat das IPO 2004 durchgeführt.¹²⁰

Beispiel Going Public Wandelanleihe HBM Bioventure AG, Zug

Maximal CHF 176 Mio., 2.5 % Wandelanleihe 2006 bis 2010: Obligationen von CHF 1 000 können in 90 909 Namenaktien der HBM Bioventure zum Wandelpreis von CHF 110 umgewandelt werden, wenn die Aktien an der SIX oder einer äquivalenten Börse kotiert werden. Die Börsenkotierung fiel 2008 in eine hartnäckige Baisse-Periode mit gedrückten Aktienkursen. Weil sich das Wandelrecht als wertlos erwies, hat die Gesellschaft die Anleihe im April 2010 zu 108.6 % zurückbezahlt.¹²¹

Es wurden auch Anleihen mit einem Optionsrecht auf Aktien bei einem geplanten IPO ausgestattet.

6.2.5 Resettable Convertibles

Für die Wandelbedingungen besteht von Gesetzes wegen ein Verwässerungsschutz (OR 653 d II), welcher in der Regel zu einer Senkung des Wandelpreises führt. Die

119 Das Wandelverhältnis von CHF 1 000 = 1 Aktie Landis & Gyr erwies sich für die Investoren sogar als sehr vorteilhaft, denn die ersten ausserbörslichen Aktienkurse schwankten zwischen CHF 1 200 und 1 400. Der Markt hatte sich während der Wandelfrist von den Wachstumschancen und der Ertragskraft der Gesellschaft überzeugen lassen.

120 Quelle: Kolb, P., Kapitalbeschaffung mittels Wandelanleihen, Bern 2005, S. 39.

121 Quelle: Zulassungs- und Kotierungsprospekt vom 4.4.2006.

Wandelbedingungen können jedoch auch angepasst werden, wenn bestimmte in den Emissionsbedingungen erwähnte »qualifizierende Ereignisse« eintreten. Das Wandelverhältnis kann erhöht oder der Wandelpreis gesenkt werden (Downward Reset). Bei einem unerwarteten Rückgang des Börsenkurses soll sich durch die Herabsetzung des Wandelpreises die Wandlung für den Investor nachträglich trotzdem als vorteilhaft erweisen. Upward-Reset-Klauseln, welche die Wandelbedingungen zu Gunsten des Emittenten anpassen, sind eher selten.

Beispiel Reset-Klausel SPG Public Investment Ltd. Guernsey

CHF 50 Mio., 2 % Wandelanleihe, 2008 bis 2013 mit Garantie der Sustainable Performance Group AG Zürich: Der Wandelpreis wird auf den gewichteten Durchschnittskurs (Volume Weighted Average Prices, VWAP) der SPG-Aktien der letzten 20 Börsentage vor dem 20. Mai 2011 um maximal 15 % reduziert, falls dieser unter dem Wandelpreis von CHF 423 liegt.¹²²

6.3 Besondere Bedingungen und Kennzahlen von Wandelanleihen

Bei der Festlegung der Bedingungen einer Wandelanleihe (Pricing) ist zwischen den fremdkapital- und den eigenkapitalbezogenen Elementen zu unterscheiden.

Die *fremdkapitalbezogenen Elemente* sind diejenigen eines Straight Bond (Anleihebetrag, Stückelung, Emissions- und Rückzahlungspreis, Zinssatz, Laufzeit, Rückzahlungsmodus, Bonität). Diese bestimmen den **Investment Value** (Anlagewert) der Wandelobligation.

Besondere Berechnungen erfordert das Wandelrecht als *eigenkapitalbezogenes Element*. Der Wert des Wandelrechtes hängt vom Wandelpreis, dem Wandelverhältnis und dem aktuellen Börsenkurs der Aktien ab. Der theoretisch korrekte Wert als »eingebettete« Call-Option kann anhand der Black-Scholes-Formel berechnet werden, wobei von den sechs Einflussfaktoren vor allem das Delta, d. h. die Sensitivität des Optionswertes im Verhältnis zur Wertänderung der zugrunde liegenden Aktie, beachtet wird. Je kräftiger der Preisanstieg der Aktie, desto stärker verteuert sich der Optionsanteil der Wandelanleihe und umgekehrt. Aus dem Wert der beiden Elemente, die festverzinsliche Obligation und dem Wandelrecht als »eingebettete« Option, ergibt sich der Marktwert einer Wandelanleihe.

¹²² Die Generalversammlung der SPG vom 6.6.2011 hat die Liquidation der Gesellschaft beschlossen durch Überführung in einen luxemburgischen Anlagfonds. Dies hatte die vorzeitige Fälligkeit der Anleihe zur Folge. Quelle: Einladung zur Generalversammlung.

6.3.1 Wandelpreis und Wandelverhältnis

Der **Wandel- oder Konversionspreis** ist der Preis, welcher bei der Wandelung für die Aktien zu bezahlen ist. Er wird über dem aktuellen Börsenkurs festgesetzt. Das **Wandelverhältnis** gibt an, wie viele Aktien der Anleger bei der Wandelung erhält. In der Regel ergibt sich aus dem Wandelverhältnis (Nennwert der Obligation : Wandelpreis) eine ungerade Zahl von Aktien. Deshalb muss in den Wandelbedingungen das Vorgehen festgelegt werden, wie Fraktionen von Aktien abzugelten sind.

Beispiel Preisausgleich Wandelverhältnis Tememos Luxemburg S. A.

CHF 132.25 Mio., 1.5 % Wandelobligationen 2006/2013: Wandelobligationen von CHF 5 000 Nennwert können in 276.85493 Namenaktien gewandelt werden. Bei der Wandlung werden Fraktionen der Namenaktien mit dem Schlusskurs der Namenaktien, CHF 33.20 am 16.11.2010, am Handelstag von der Einreichung der Ausübungserklärung multipliziert. Fraktionen von CHF 10 und mehr, gerundet auf fünf Rappen, werden in bar ausbezahlt. Bei Verzicht auf Wandlung werden die Wandelobligationen auf den 17.12.2010 gekündigt und bar zu CHF 5 561.07 zurückbezahlt.¹²³

Der Wert des ursprünglichen vom Wandelpreis abhängigen Wandelrechtes kann durch Finanztransaktionen des Emittenten während der Laufzeit der Anleihe geschmälert werden, z. B. durch Kapitalerhöhungen unter dem Börsenwert und eine kräftige Erhöhung der Ausschüttungen. Gegen diese Beeinträchtigung muss deshalb der Obligationär geschützt werden.

Die **Wandelparität** ist der Preis, den der Investor für den Erwerb einer Aktie auf dem Umweg über Wandelobligationen bezahlen muss. Die Wandelparität wird nach der folgenden Formel ermittelt:

Formel zur Wandelparität

$$\text{Wandelparität} = \frac{\text{Preis Wandelobligation} + \text{Marchzins} \pm \text{Barzahlung}}{\text{Anzahl Beteiligungspapiere je Wandelobligation}}$$

Wenn der Wandelpreis den aktuellen Börsenkurs deutlich übersteigt, wird der Obligationencharakter des Titels betont und das Wandelrecht hat in diesem Fall die Funktion einer Beigabe, ein »sweetener«. Immerhin muss die Wandelmöglichkeit grundsätzlich während der Laufzeit der Anleihe in Reichweite bleiben, da ja

¹²³ Quelle: Bekanntgabe der vorzeitigen Rückzahlung der Gesellschaft vom 16.10.2010.

die Obligationäre wegen des Wandelrechtes auf eine marktkonforme Rendite bei der Ausgabe der Wandelanleihe verzichten.

Im Allgemeinen wird der Wandelpreis bei der Emission einer Wandelanleihe aktuell zwischen 20 bis 30 % über dem Börsenkurs der Aktien angesetzt.¹²⁴ Als **Wandelprämie** wird die in Prozenten des Aktienkurses ausgedrückte Differenz zwischen Aktienkurs und Wandelparität bezeichnet. Ist die Börsenstimmung »a la hausse«, werden die Wandelprämien höher angesetzt als bei einer schwachen Börsenverfassung. Die Wandelprämie darf nicht mit dem für das Wandelrecht bezahlten Preis verwechselt werden, weil dieser auch den Zinsnachteil berücksichtigt. Bei der Beurteilung der Wandelprämie ist überdies die Restlaufzeit der Anleihe zu beachten. Deshalb wird zu Vergleichszwecken hin und wieder die Wandelprämie pro Jahr verbleibende Laufzeit umgerechnet.

Der **Investment Value** der Wandelobligation bezeichnet den Wert des reinen Obligationenanteils (auch **Bond Floor** genannt). Der Investment Value ergibt sich aus der Summe der Zinsen und des Nennwertes, welche mit einem risikogerechten Zinssatz diskontiert und addiert werden.

Beispiel Kennzahlen bei der Ausgabe einer Wandelanleihe Hochdorf Holding 2011–2016

Emissionsvolumen (Issue Size)	CHF 50 Mio.
(Maturity)	5 Jahre
Vorzeitige Rückzahlung Emittent (Early Redemption)	Clean Up Call und Soft Call
Vorzeitige Rückzahlung Obligationäre	Dekotierung der Aktie oder
(Put-Klausel, (Early Redemption Bondholder)	Change of Control
Coupon (Interest Rate)	3 %
Ursprünglicher Wandelpreis (Initial Conversion Price)	CHF 124
Wandelrecht (Conversion Right)	Nominal CHF 5 000 in 40.3226

Namenaktien Hochdorf, an der SIX Domestic Standard kotiert

Bereitstellung Wandelaktien (Delivery of Shares)	aus bedingtem Kapital
Wandelfrist (Conversion Period)	24. Juni 2011 bis 12. Mai 2016
Verwässerungsschutz (Anti-Dilution Provisions)	Standard-Anpassungen
Bezugsrechtsemission, Ausschüttungen von mehr als CHF 3.00	
Volumengewichteter Aktienkurs (Volume Weighted Average Price, VWAP)	CHF 109.7460

124 Brigham, E./Ehrhardt, M.: Financial Management, Mason 2008, S. 759.

Aktienkurs 27. 5. 2011 (Reference Price)	CHF 109
Letzte Dividende (Last Dividend)	CHF 3
Obligationenrendite vergleichbarer Emittenten (Bond Yield)	4.32 % (Swapsatz 1.79 % + Credit Spread 253 BP)
Yield to Maturity der Wandelobligation (Rendite auf Verfall)	2.568 %
Wandelpreis je Aktie (Conversion Price)	CHF 124
Kurs VWAP (Price VWAP)	CHF 109.74
Aufschlag indirekter Erwerb in CHF (Premium)	CHF 14.26
Wandelprämie in % (Conversion Premium)	12.99 %

Der theoretische Wert des Wandelrechtes (Call-Option) nach der Black-Scholes-Formel kann nicht berechnet werden, weil nicht alle Informationen, insbesondere zur Volatilität, verfügbar sind. Die Aktien sind erst seit Mai 2011 an der SIX kotiert (vorher an der Berner Börse). Die Liquidität des Aktienhandels (tägliches Handelsvolumen) ist – wie bei vielen Small Caps üblich – limitiert. Die bezahlten Börsenkurse sind oft nicht repräsentativ.

6.3.2 Wandelfrist und Rückzahlungsklauseln

Die Wandelfrist entspricht der Periode zur Ausübung des Wandelrechtes. Sie stimmt in der Regel mit der Laufzeit der Anleihe überein, kann jedoch auch kurzer festgesetzt werden.

Beispiel Baloise Holding Basel CHF 242.520 Mio., 1,5 % Wandelanleihe Baloise Holding, Basel: Laufzeit: 17.11.2009 bis 17.11.2016. Wandelfrist: 30.6.2010 bis 10.11.2016.

Wie jede Anleihe haben auch Convertible Bonds einen festen Rückzahlungstermin. Der Schuldner behält sich jedoch hin und wieder das Recht vor, die Anleihe vorzeitig zur Rückzahlung zu kündigen. Weil durch eine vorzeitige Rückzahlung das Wandelrecht beeinträchtigt werden kann, sind bei Wandelanleihen besondere Rückzahlungsklauseln üblich. Will der Schuldner, dass das Fremdkapital rasch durch Eigenkapital abgelöst wird, kann er durch das Recht auf vorzeitige Kündigung nach wenigen Jahren oder durch sukzessive fühlbare Erhöhung des Wandelpreises die Wandlung beschleunigen (**Akzelerationsklauseln**).

Eine vorzeitige Kündigung wird vor allem in zwei Fällen vorgesehen:

- Die Anleihe ist bis auf einen kleinen Restbetrag (z. B. 5 bis 15 % der ursprünglichen Anleihe summe) gewandelt worden. Dieses Kündigungsrecht wird als **Clean-up-Call-Klausel** bezeichnet.

Beispiel Clean-Up-Call-Klausel Hochdorf Holding AG

CHF 50 Mio., 3 % Wandelanleihe 2011 bis 2016: Die Emittentin kann die Anleihe jederzeit vollständig, nicht aber teilweise, unter Einhaltung einer Kündigungsfrist von 30 Kalendertagen vorzeitig zum Nennwert, zuzüglich aufgelaufener Zinsen, zurückzahlen, wenn mindestens 85 % des gesamten Emissionsvolumen gewandelt oder von der Emittentin zurückgekauft und die entsprechenden Obligationen getilgt worden sind.

- Ein Recht auf vorzeitige Rückzahlung kann auch mit einer sogenannte **Soft-Call-Klausel** vorbehalten werden, wenn die Wandlung für den Anleger vorteilhaft wäre (Börsenkurs höher als Wandelpreis), diese aber nicht wandeln, z. B. aus Risiko- oder Renditeüberlegungen.

Beispiel Soft-Call-Klausel Temenos S. A. Luxemburg

CHF 132.250 Mio., 1.5 % Wandelanleihe 2006 bis 2013: Der Emittent kündigte im Dezember 2010 die Wandelanleihe zum Rückzahlungspreis von 111.221 %, nachdem der Schlusskurs der Namenaktie Temenos innerhalb einer Periode von 30 aufeinanderfolgenden Handelstage an mindestens 20 Handelstagen über mindestens 150 % des Wandelpreises multipliziert mit dem aufgelaufenen Rückzahlungspreis und dividiert durch CHF 5 000 notierte. Der Wandelpreis beträgt CHF 18.06 je Namenaktie Temenos, der Börsenkurs im Zeitpunkt der Kündigung CHF 33.20.¹²⁵

Die Rückzahlungsklauseln beeinflussen bei der Berechnung von Kennzahlen von Wandelanleihen den Investment Value der Obligation.

6.3.3 Verwässerungsschutz

Der Wert des Wandelrechtes kann während der Wandelfrist durch verschiedene Finanztransaktionen des Emittenten beeinträchtigt werden:

125 Quelle: Mitteilung der Gesellschaft vom 16.10.2010.

- Kapitalerhöhung unter dem Börsenkurs mit Bezugsrecht für die Altaktionäre,
- Sachausschüttungen wie Spin-offs oder andere Ausschüttungen, die nicht Barausschüttungen sind,
- Dividenden und andere Barausschüttungen,
- Erhöhung des Aktienkapitals aus Reserven durch Ausschüttung von Aktien,
- Aufteilung des Nennwertes der Aktien oder Zusammenlegung von Aktien.

Aus der Sicht des Obligationärs ist vor allem wichtig, wie bei Kapitalerhöhungen des Anleihenschuldners während der Laufzeit der Anleihe das Wandelrecht angepasst wird.

Weil früher die Emittenten dem Verwässerungsschutz von Wandelobligationären keine oder zu geringe Beachtung geschenkt haben, schreibt der Gesetzgeber in OR 653 d II zwingend einen Verwässerungsschutz vor. Wandel- und Optionsrechte dürfen durch die Erhöhung des Aktienkapitals, Ausgabe neuer Wandel- oder Optionsrechte oder auf andere Weise nur beeinträchtigt werden, wenn der Wandelpreis gesenkt oder den Berechtigten auf andere Weise ein angemessener Ausgleich gewährt wird oder wenn die gleiche Beeinträchtigung auch die Aktionäre trifft. Zum Schutz der Wandelobligationäre vor einer Werteinbusse (Verwässerung) des Wandelrechts werden zur Anpassung des Wandelpreises in den Emissionsbedingungen verschiedene Berechnungsformeln vorgesehen.¹²⁶

Es wird kontrovers diskutiert, ob die üblichen Verwässerungsschutzklauseln einen perfekten Schutz gewähren. Für die Berechnung des theoretisch korrekten Verwässerungsschutzes wird auf die entsprechende Spezialliteratur verwiesen.¹²⁷

Eine gesetzlich vorgesehene Massnahme zum Schutz vor Verwässerung ist die Einräumung eines **Vorwegzeichnungsrechtes** bei der Ausgabe einer Wandelanleihe (OR 653 d). Den bisherigen Aktionären wird vor der öffentlichen Zeichnung das Recht eingeräumt, entsprechend ihrer bisherigen Aktienkapitalbeteiligung Wandelobligationen zu zeichnen. Die wirtschaftliche Bedeutung dieses Vorwegzeichnungsrechtes hängt vom vorgesehenen Wandelpreis ab. Wird der Wandelpreis unter dem aktuellen Börsenkurs festgelegt, was in der aktuellen Praxis nur ausnahmsweise der Fall ist, hat die Ausgabe der Wandelanleihe die Aufgabe einer kaschierten Kapitalerhöhung. Für die Gesellschaft steht in diesem Fall die Beschaffung von Eigenkapital im Vordergrund. Das Vorwegzeichnungsrecht der bisherigen Aktionäre hat in diesem Fall wirtschaftlich die gleiche Bedeutung wie ein Bezugsrecht bei einer direkten Kapitalerhöhung.

Das Vorwegzeichnungsrecht ist für die bisherigen Aktionäre von Bedeutung, wenn die Ausgabebedingungen der Wandelanleihe aus der Sicht des Marktes eher grosszügig festgelegt worden sind und Kurse der Wandelanleihe über pari erwartet werden. Die Reaktion des Marktes auf die Ausgabe einer Wandelanleihe ist jedoch

126 Die früher übliche Variante, wonach den Wandelobligationären das gleiche Bezugsrecht wie den Aktionären zugesprochen worden ist, wird in der aktuellen Emissionspraxis nicht mehr eingesetzt.

127 Siehe Zwysig, M.: Pricing von Options- und Wandelanleihen, Bern 1993, S. 175 ff.

schwierig vorauszusehen, weshalb die Einräumung eines Vorwegzeichnungsrechtes aus der Sicht der Aktionäre sinnvoll erscheint. Im Normalfall hat das Vorwegzeichnungsrecht allerdings einen bescheidenen rechnerischen Wert, weshalb – anders als bei einer direkten Kapitalerhöhung unter dem Börsenkurs – kein Handel stattfindet.

Im Beschluss über die bedingte Kapitalerhöhung kann die Generalversammlung das Vorwegzeichnungsrecht beschränken oder aufheben, wenn

- ein wichtiger Grund vorliegt,
- in den Statuten und in der öffentlichen Urkunde die Voraussetzungen für die Ausübung des Wandelrechtes ebenso wie die Grundlagen, nach denen der Ausgabebetrag zu berechnen ist, festgelegt werden (OR 653 b II).

Überdies darf in der Aufhebung oder Beschränkung des Vorwegzeichnungsrechtes keine unsachliche Benachteiligung oder Begünstigung liegen. Der Gesetzgeber umschreibt den wichtigen Grund zum Ausschluss des Vorwegzeichnungsrechtes nicht. Nach Böckli ist dieser jedoch gegeben, wenn mit der Einräumung des Vorwegzeichnungsrechtes der Erfolg der Wandelmission gefährdet wäre.¹²⁸

Bei nicht börsenkotierten Aktiengesellschaften, welche sich hin und wieder mit Wandeldarlehen finanzieren, ist das Vorwegzeichnungsrecht zum Schutz der Minderheitsaktionäre von nicht zu unterschätzender Bedeutung.¹²⁹

Beispiel Vorzeichnungsrecht Hochdorf Holding AG

CHF 50 Mio., 3 % Wandelanleihe 2011 bis 2016: Die Neue Helvetische Bank Zürich und die Luzerner Kantonalbank haben die Anleihe fest übernommen und bieten sie im Rahmen des Vorwegzeichnungsrechtes und der anwendbaren Verkaufsrestriktionen (USA-Anleger) den Aktionären der Hochdorf Holding AG nach Massgabe ihres bisherigen Aktienbesitzes per 16.5.2011 während der Vorwegzeichnungsperiode vom 17.5. bis 24. 5. 2011 an. Jeder Namenaktie Hochdorf wird ein Vorwegzeichnungsrecht zugeteilt. 90 Vorwegzeichnungsrechte berechtigen zur Zeichnung einer Obligation von nom. CHF 5 000 zum Emissionspreis. Wandelobligationen, für die das Vorwegzeichnungsrecht nicht ausgeübt worden ist, werden im Rahmen eines Bookbuilding-Verfahrens Aktionären und anderen Investoren zur Zeichnung zum Platzierungspreis von 100 % angeboten. 25 % des Anleihenvolumens wurden durch das Vorwegzeichnungsrecht beansprucht. Nachdem die Wandelanleihe an der Börse Ende Juni 2011 mit rund 102 % notiert, hatte das Vorwegzeichnungsrecht einen ökonomischen Wert.¹³⁰

128 Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht, Zürich 2010, S. 300.

129 Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht, Zürich 2010, S. 301.

130 Quelle: Emissionsprospekt vom 13.5.2011 und Mitteilung der Gesellschaft.

6.3.4 Bereitstellung Konversionsaktien

Die für die Ausübung des Wandelrechts erforderlichen Aktien werden im Normalfall in einer bedingten Kapitalerhöhung geschaffen. Dabei muss den bisherigen Aktionären zwangsläufig das Bezugsrecht auf die neuen Aktien entzogen werden. Deshalb ist grundsätzlich ein Vorwegzeichnungsrecht auf die Wandelanleihe einzuräumen.

Durch die Bereitstellung von Konversionsaktien im Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung erhöht sich das Aktienkapital ohne Weiteres in dem Zeitpunkt und in dem Umfang, als die Wandelrechte ausgeübt werden. Die Leistung der Einlage durch Verrechnung muss bei einem Bankinstitut durch Abgabe der schriftlichen Wandlungs- und Verrechnungserklärung und Rückgabe der Obligation erfolgen (OR 653 e). Die Erklärung muss ausdrücklich auf die Statutenbestimmung über die bedingte Kapitalerhöhung und, falls anwendbar, auf den Emissionsprospekt Bezug nehmen. Die Aktionärsrechte entstehen sofort durch Verrechnung.

Für die Gesellschaft stellt die Differenz zwischen dem Nennwert der Konversionsaktien und dem Ausgabepreis der Obligation ein Agio dar. Bei der Ausgabe der Aktien entsteht die Forderung auf die Emissionsabgabe von einem Prozent auf dem Nennwert und dem Agio (STG 8 I lit. a).¹³¹ Die im Zeitpunkt der Wandlung nicht »verbrauchte« Abgabe auf der Emission der Wandelobligationen kann auf diejenige der neuen Beteiligungsrechte angerechnet werden.¹³² Vom Agio können nur die mit der Aktienemission selbst verbundenen Kosten in Abzug gebracht werden.

Die vielfältige Gestaltung von Wandelobligationen erfordert eine differenzierte steuerliche Behandlung. Diese ist im Kreisschreiben Nr. 15, Obligationen und derivative Finanzinstrumente als Gegenstand der direkten Bundessteuer der Verrechnungssteuer sowie der Stempelabgaben mit Anhangen der ESTV vom 3.12.2017 geregelt.

Konversionsaktien können auch unter Berücksichtigung der obligationenrechtlichen Vorschriften (OR 659-OR 659b) sowie der steuerlichen Aspekte über Treasury Shares bereitgestellt werden.¹³³ Dabei muss nicht unbedingt die gesamte Anzahl Konversionsaktien verfügbar sein. Der Emittent einer Wandelanleihe hat bezogen auf das Wandelrecht dem Investor eine Call-Option verkauft; er ist damit Short Call. Er kann nun eine Position zum **Delta Hedging**¹³⁴ im Underlying (in diesem Fall seiner eigenen Aktie) aufbauen, so dass sich Preisveränderungen der Short-Call-Position genau mit der Wertveränderung der gehaltenen eigenen Aktien ausgleicht.

131 Stockar, C.: Übersicht und Fallbeispiele zu den Stempelabgaben und zur Verrechnungssteuer, Basel 2006, S. 213.

132 Stockar, C.: Übersicht und Fallbeispiele zu den Stempelabgaben und zur Verrechnungssteuer, Basel 2006, S. 214.

133 Derksen, H. P. et al.: Steuerrecht 2, Zürich 2011, S. 272.

134 Delta Hedging ist eine Absicherungsstrategie, bei der eine Optionsposition gegen Preisveränderungen des Basiswertes abgesichert wird. Zu diesem Zweck wird eine Position im Basiswert aufgebaut, deren Wertveränderung bei einer Preisbewegung genau die Wertveränderung der Optionsposition ausgleicht.

7 Crowdlending

Crowdlending bezeichnet den Prozess der Kapitalbeschaffung von Unternehmen, in welchem das Fremdkapital nicht über eine Bank, sondern von Privatpersonen bereitgestellt wird.

Crowdlending hat in den letzten Jahren an Beliebtheit gewonnen. Insbesondere die Möglichkeiten von Klein- und Mittelunternehmen (KMU), auch kleinere Beträge für die Kapitalbeschaffung aufzunehmen, bietet den KMU eine höhere unternehmerische Flexibilität. Besonders die einfache und effiziente Kapitalbeschaffung ist für viele KMU sehr attraktiv.¹³⁵

Trotz viele Vorteile haben nur rund 2 % aller Unternehmen in der Schweiz von Crowdlending Gebrauch gemacht.¹³⁶ Es werden vier Grundtypen des Crowdfunding unterschieden:¹³⁷

1. **Crowdsupporting:** Es wird Kapital bereitgestellt ohne eine Zinsentschädigung. Vielmehr wird eine nicht monetäre Gegenleistung vereinbart.
2. **Crowddonating:** Es handelt sich hierbei um eine Spende, ohne dass das Kapital zurückerstattet wird.
3. **Crowdinvesting:** Anstelle des Fremdkapitals werden die Kapitalgeber am Unternehmen beteiligt in Form von Aktien, stillen Beteiligungen, Genussrechten oder partiarische Nachrangdarlehen.
4. **Crowdlending:** Über eine Plattform können Privatpersonen Unternehmen oder Privatpersonen einen Kredit bereitstellen, um einen spezifischen Zweck zu finanzieren. Dabei werden Zins und Tilgungen vorab vereinbart.

Die Kreditvergabe wird in der Regel durch einen unabhängigen Vermittler geprüft und überwacht. Der Vermittler übernimmt die Kreditprüfung und die Kontrolle des Investitionsvorhabens.

135 Sturn, T./Reinle, M.: Crowdlending, Firmenkredite ohne Bank, in: TREX, 2019, S. 166.

136 Studie zur Finanzierung der KMU in der Schweiz 2021, SECO, S. 27.

137 Sturn, T./Reinle, M.: Crowdlending, Firmenkredite ohne Bank, in: TREX, 2019, S. 167.

Beispiel Crowdfunding Foxtrail & Explorial¹³⁸

Foxtrail gibt es seit 2001 und Explorial startete im Jahr 2020. Beide Produkte und registrierten Marken gehören der Firma Central Outdoor AG mit Sitz in Luzern. Weiter zählen dazu die 100 %-ige Landesgesellschaften: Foxtrail Schweiz GmbH, Explorial AG, Foxtrail Deutschland GmbH, Foxtrail Outdoor Canada Ltd, Central Outdoor Experiences Portugal Lda und Foxtrail UK Ltd. Alles zusammengefasst nennen wir die Central Outdoor Gruppe, welche das Crowdinvesting durchführt.

EXPLORIAL: Bei diesem neuartigen Angebot der selbstgeführten interaktiven Gaming-Stadtführung werden die Sehenswürdigkeiten der Stadt mit spannendem Wissen durch Rätsel, Aufgaben und Foto Challenges angereichert. Die Spieler sammeln Punkte, treten in Team-Challenges gemeinsam Herausforderungen an und sehen am Schluss auf dem Leaderboard, wie sie im Vergleich zu anderen Gruppen abgeschnitten haben.

FOXTRAIL: Unser Klassiker vereint das Entdecken von versteckten Winkeln und Gässchen, das interaktive »um-die-Ecke-Denken« und die überraschenden Rätsel, die einmaligen technischen Unikate und eine grosse Portion Teamerlebnis aufgrund der manchmal nicht ganz klaren Hinweise.

Nebst den jährlichen Investitionen in unser Foxtrail Produktportfolio für Erneuerung haben wir die Produktentwicklung von Explorial und den Ausbau auf 120 Explorial Trails weltweit selbstfinanziert. Damit haben wir die Expansion vorangetrieben und im Jahr 2023 unsere Wachstumsmöglichkeiten basierend auf unseren finanziellen Grenzen erreicht.

Wir haben realisiert, dass wir entweder mit der Geschwindigkeit von maximal 150 neuen Trails pro Jahr weiterwachsen oder neue finanzielle Mittel für eine grössere Expansion bis auf 3 000 Trails benötigen. Wir haben uns für letzteres entschieden.

Nun brauchen wir finanzielle Mittel, um dieses zusätzlich beschleunigte Wachstum finanzieren zu können. Hierfür müssen wir Investitionen für neue Trails, Prozessautomatisierung und die Integration in zusätzliche Vertriebsplattformen tätigen. Nur so können wir bis zu 500 neue Trails pro Jahr eröffnen. Konkret sieht unser Business Case bis **Ende 2028** vor:

- Umsatzsteigerung von 5 auf 15 Mio. CHF,
- Steigerung der Teilnehmer von 190 000 auf 1.4 Mio.,
- Steigerung der Trails von 220 auf 3 000,
- Personalverdoppelung von 25 auf 50 Vollzeitstellen.

138 Quelle: <https://www.conda.ch/kampagne/foxtrail-funding/>, abgerufen am 29.12.2023.

Dar. 13

Business Case Foxtrail & Explorial									
	2020	2021	2022	2023 BU	2024 BU	2025 BU	2026 BU	2027 BU	2028 BU
Teilnehmer	127 699	195 012	179 971	192 979	242 579	469 271	758 711	1 004 503	1 405 153
Trails und Touren in Betrieb	74	93	142	221	625	1 418	2 018	2 515	3 015
Mitarbeiter Vollzeitstellen (FTE)	23.9	23.6	24.0	25.0	29.8	35.0	40.5	50.0	59.0
Umsatz in KCHF	4 166.1	4962.0	4 273.5	4 204.8	4 830.7	6 870.6	9 344.1	11 329.3	14 802.4
Geldüberschuss (Free Cash-flow)	416.3	250.3	166.7	-359.8	-1 449.0	-1 311.0	3 209.9	4 264.4	6 650.8

Ambitioniert, aber machbar. Die Planungsannahmen sind nicht aus der Luft gegriffen, sondern basieren auf den Ergebnissen, die wir in den letzten 12 Monaten bereits erreicht haben (unter Berücksichtigung einer weltweit tieferen Kaufkraft, tieferen Nachfrage und Bekanntheit sowie höheren Mehrwertsteuersätze verglichen mit der Schweiz).

Mittelverwendung

Aufgrund der hohen Kundenzufriedenheit sehen wir keine unmittelbaren Investitionen in die bestehenden Produkte als notwendig an. Die Mittel werden in erster Priorität in neue Trails in der Schweiz, aber vor allem auch im Ausland und in neue globale Vertriebskanäle investiert. Daneben benötigen wir weitere Prozessautomatisierungen, um die grosse Anzahl an neuen Trails pro Jahr realisieren zu können. Den Personalausbau sehen wir dem Umsatzwachstum folgend und wird aus dem operativen Cashflow finanziert.

Vermögenswerte

Zu unseren Assets zählen die beiden Marken Foxtrail und Explorial, die in den Ländern der EU, Schweiz, USA, Kanada, China, Japan und Singapore marken-

rechtlich geschützt sind. Alle geschützten Marken können bei Swissreg (CH), EUIPO (EU) und WIPO (ROW) eingesehen werden. Wir konnten zudem unsere Markenrechte in der Schweiz und Europa bereits mehrfach durchsetzen. Die Marke Foxtrail geniesst vor allem in der Schweiz ein hohes Ansehen und erlaubt es, Produkte im Preissegment Premium zu vertreiben. Wir verfügen über 200 Touren und Trails und über 1400 physische Stationen mit Bewilligung.

Mittelherkunft

- Eigens erwirtschaftete Profite,
- Darlehen von Gründern,
- Rahmenkreditvertrag mit einer Schweizer Bank bis zu 2 Mio. CHF.

Vorteile Miteigentümer

- Als Miteigentümer und Investor wirst du entweder von regelmässigen Gewinnausschüttungen (geplant ab 2028) profitieren oder von einer Unternehmenswertbeteiligung im Falle eines Verkaufs.
- Du wirst regelmässig über die Unternehmensentwicklung von Foxtrail und Explorial informiert.
- Du wirst nach deiner Meinung in Umfragen gefragt und damit kannst du die Zukunft von Foxtrail und Explorial.
- Du bekommst Rabatte und Goodies.
- Dir gehört ein Teil an einer Schweizer Traditionsfirma mit coolen Produkten in der Freizeitbranche.

8 Nachhaltige Finanzierung

Nachhaltige Finanzierung (sustainable finance) bezeichnet den Prozess der Finanzierung und Investition, der sich simultan an finanzwirtschaftlichen Ansätzen und an Nachhaltigkeitskriterien (ESG, environmental, social and governance) orientiert.¹³⁹

Die nachhaltige Finanzierung kann einen Beitrag leisten, dass durch die Finanzierung ein Beitrag zur Nachhaltigkeit geleistet werden kann. Hierzu können Finanzierungen, Investitionen oder Anlagen berücksichtigt werden, die einen unmittelbaren Bezug zu Nachhaltigkeitskriterien haben. Beispielsweise können nachhaltige Fonds, grüne Anleihen (green bonds) oder Mikrofinanzierungen eingesetzt werden. Weiter können auch Kredit mit Nachhaltigkeitsaspekten verbunden sein.¹⁴⁰

Beispiel Green Bond Swisscom Swisscom Green Bond Impact Reporting 2022

In a changing financial environment, Swisscom is making use of sustainable financing instruments. In April 2020 and in May 2021, it successfully issued Green Bonds based on the Green Bond Principles of the International Capital Market Association (ICMA). This brief report serves as an impact report in accordance with the ICMA's Green Bond Principles. Financial information on the Green Bond can be found in section on the financial aspects in the Annual Report 2022 »Capital and financial risk management«, § 2.2, pages 122–125. Climate relevant information on energy and climate strategies pursued by Swisscom as well as Swisscom's verified carbon footprint according to the ISO 14064 standard and the Greenhouse Gas Protocol (GHGProtocol) can be found in the Climate Report 2022 of Swisscom.

139 Gabler Banklexikon, <https://www.gabler-banklexikon.de/definition/sustainable-finance-99711/version-377154>, abgerufen am 18.1.2024.

140 Dossierpolitik 2/2023, Leitlinien der Wirtschaft – Finanzflüsse für eine nachhaltige Wirtschaft (Sustainable Finance), <https://www.economiesuisse.ch/de/dossier-politik/leitlinien-der-wirtschaft-finanzfluesse-und-eine-nachhaltige-wirtschaft-sustainable>, abgerufen am 23.1.2024.

Use of proceeds and eligible categories

Swisscom allocates the funds from the Green Bonds to a portfolio of green projects in Switzerland that fall into the following categories (eligible categories):

- Energy efficiency (covering efficiency gains resulting from network development and operations and from rehabilitating or refurbishing buildings)
- Renewable energy
- Clean transportation (i. e. mainly CO₂-free mobility). Sustainable financing supports Swisscom in its efforts to improve its own energy efficiency: for example, by increasing the efficiency of existing or new network devices and cooling systems or by virtualizing servers.

Um die Nachhaltigkeit in der Finanzierung umsetzen zu können, bieten sich folgende vier Aspekte an:¹⁴¹

- Anwendung von Anschlusskriterien,
- Einbezug von ESG-Kriterien,
- Transformationsfinanzierungen,
- Finanzierung von Nachhaltigkeitslösungen.

Die ersten beiden Aspekte fokussieren sich mehr auf Risiken und die letzten beiden bieten eine Chance, um nachhaltige Finanzierungen umsetzen zu können. Bei grösseren Unternehmen bieten sich Sustainability-Linked Loans (SLL), Green Loans (GL) oder Social Loans (SL) als Umsetzungsinstrumente an.¹⁴² Bei kotierten Unternehmen spielt dabei auch die Nachhaltigkeitsberichterstattung eine zentrale Rolle, um die Nachhaltigkeitsziele umzusetzen.

Im KMU-Bereich ist die nachhaltige Finanzierung kaum relevant, da entsprechend Finanzierungsprodukte nicht bestehen oder entsprechende ESG-Ratings sich am Markt (noch) nicht durchgesetzt haben.¹⁴³

141 Schweizer, A./Röthlisberger, B./Affolter, B.: Nachhaltigkeit in der Fremdfinanzierung, in: ExpertFocus, 12/2022, S. 605.

142 Schweizer, A./Röthlisberger, B./Affolter, B.: Nachhaltigkeit in der Fremdfinanzierung, in: ExpertFocus, 12/2022, S. 610.

143 Schweizer, A./Röthlisberger, B./Affolter, B.: Nachhaltigkeit in der Fremdfinanzierung, in: ExpertFocus, 12/2022, S. 611.

9 Leasing

9.1 Begriff und Formen des Leasings

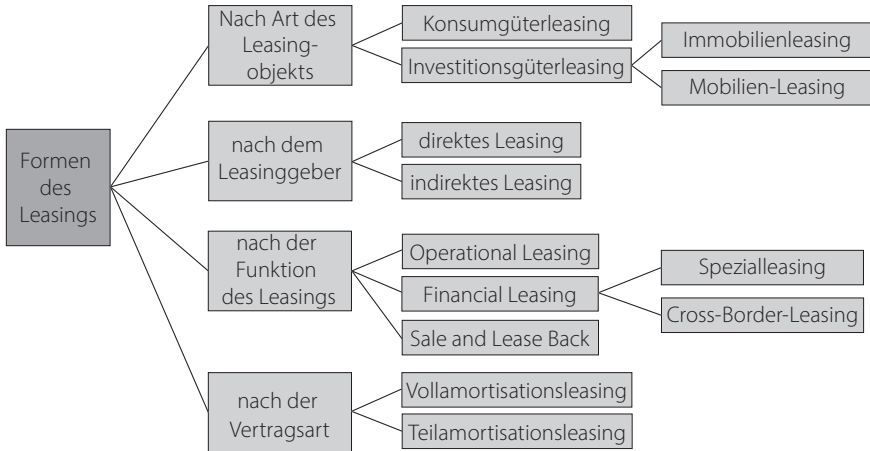
Als **Leasing** wird die Überlassung von Investitions- und langlebigen Konsumgütern zur bestimmungsgemässen Verwendung und Nutzung gegen Entgelt bezeichnet.

Eine ausdrückliche gesetzliche Regelung des Leasinggeschäftes mit Ausnahme des Konsumgüterleasings im Konsumkreditgesetz (KKG 1 II und 11) fehlt.¹⁴⁴ Der Leasingvertrag zählt deshalb zu den sogenannten *Innominatverträgen*, und zwar wird er für den vor allem interessierenden Fall des Investitionsgüterleasings (Finanzierungsleasing) als »gemischter Gebrauchsüberlassungsvertrag sui generis (BGE 118 II 150)« oder einer aus Miet- und Kaufelementen gemischter Vertrag, auch als Kreditvertrag sui generis mit Elementen des Darlehens und der Sicherungsübereignung beurteilt.¹⁴⁵

Die Anfänge des Leasingsystems reichen in den USA bis in die 1980er-Jahre zurück, als die Hersteller von Sachanlagegütern begannen, den Verkauf durch Vermietung zu ersetzen. Der eigentliche Aufschwung des Leasinggeschäftes setzte jedoch erst in der amerikanischen Wirtschaftsexpansion nach 1945 ein, wobei nicht mehr der Hersteller der Anlage, sondern eine Finanzierungsgesellschaft, die Leasinggesellschaft, als Vermieter auftrat. In Europa fasste der Gedanke des Leasinggeschäftes 1960 in Grossbritannien und 1962 in Deutschland durch Gründung der Deutschen Leasing GmbH als Tochtergesellschaft einer führenden amerikanischen Leasinggesellschaft Fuss. 1964 wurde in Zürich durch den Schweizerischen Bankverein die Industrieleasing AG (jetzt UBS Leasing AG, Zürich) gegründet. Auch andere grosse Banken sind seither direkt oder durch eigene Tochtergesellschaften im Investitionsgüterleasing tätig.

144 Eine anerkannte Definition des Finanzierungsleasings enthält die Convention of International Financial Leasing, herausgegeben von UNI DROIT vom 28.5.1988.

145 Amstutz, M./Schlupe, W.: Basler Kommentar OR I, Anmerkung 90 zu OR 184, S. 951.



Dar. 14: Strukturierung des Leasings (Quelle: Jörg Wöltje, Investition und Finanzierung, 2. Auflage, S. 428)

Nach den wichtigsten *Kriterien* lassen sich folgende Arten des Leasinggeschäftes unterscheiden:¹⁴⁶

(1) Differenzierung nach dem Leasingobjekt

- **Investitionsgüterleasing:** Vermietung von beweglichen Investitionsgütern (Produktionsmaschinen, Apparate und Geräte, vollständige Anlagen und Systeme), Nutzfahrzeugen, Flugzeugen, Rollmaterial für Eisenbahnen usw.
- **Immobilienleasing** (auch Anlagenpacht, Property Leasing oder Plant Leasing genannt): Verpachtung von unbeweglichen Anlagegütern wie Industrie- und Gewerbeliegenschaften, Lager und Logistikzentren, Hotel- und Freizeitanlagen, Verwaltungsgebäuden.
Voraussetzung ist ein Mindestvertragswert (in der Regel CHF 5 Mio.) und eine Vertragsdauer zwischen 10 und 25 Jahren. Beim Immobilienleasing stellen sich besondere steuerliche Probleme. Diese werden in einem besonderen Kreisschreiben der Eidgenössischen Steuerverwaltung für die direkte Bundessteuer geregelt.¹⁴⁷
- **Flottenleasing:** Leasing einer Anzahl von Fahrzeugen (in einem Paket), verbunden mit verschiedenen Dienstleistungs- und Lieferungsmodulen.
- **Konsumgüterleasing:** Vermietung von beweglichen Konsumgütern (Haushaltgeräte, TV- und HIFI-Apparate, Fahrzeuge für den privaten Gebrauch), wobei der Vertrag meistens einen Wartungs- und Reparaturdienst einschliesst. Genauer wäre die Bezeichnung Konsumentenleasing. Für Leasing-

¹⁴⁶ Hess, M./Krumenacher, P.: Sachgewährleistung und Gefahrenübertragung beim Leasing, in: Koller, A. (Hrsg.): Leasingrecht, Bern 2007, S. 86 ff.

¹⁴⁷ Leasinggeschäfte mit gewerblichen oder industriellen Liegenschaften, Kreisschreiben 6.9.2022 der ESTV.

verträge über persönliche Gegenstände zum Privatgebrauch enthält das Konsumkreditgesetz besondere Vorschriften.

(2) Differenzierung nach dem Verpflichtungscharakter

- Beim **Finanzierungsleasing (Capital oder Financial Leasing)** handelt es sich um Vermietung von beweglichen Investitionsgütern mit mehrjähriger fester Laufzeit. Die Länge der Vertragsdauer richtet sich in der Regel nach der technischen Nutzungsdauer des Leasingobjektes. Der Mieter hat keine Möglichkeit, während der Vertragsdauer vom Vertrag zurückzutreten.
- **Operatives Leasing (Operating Lease)** wird ein wirtschaftliches Gut im Rahmen eines leicht kündbaren Vertrages oder auf eine wesentlich unter der Amortisationsdauer liegende Zeit hin zum Gebrauch überlassen. Die unkündbare Grundmietzeit beträgt in der Regel 6 Monate mit anschließender Kündigungsmöglichkeit. Das operative Leasing ist in der Regel mit Serviceleistungen verbunden. Die rechtliche Qualifikation des operativen Leasings ist umstritten. Handelt es sich um einen Mietvertrag nach OR 253 ff. oder liegt wie beim Financial Leasing ein Innominatvertrag vor?¹⁴⁸

(3) Differenzierung nach dem Rückzahlungsumfang

- **Vollamortisationsverträge:** Während der Leasingperiode wird das Leasingobjekt zu 100 % (oder bis auf 0.5 bis 1 %) der Investitionssumme amortisiert. Dieser Typ ist in der Schweiz die Norm.
- **Teilamortisationsverträge:** Während der unkündbaren Grundmietzeit wird das Leasingobjekt nur teilweise amortisiert. Nach Vertragsablauf kann der Leasingnehmer das Leasingobjekt zum Restwert kaufen, das Leasingobjekt zu stark reduzierten Sätzen weitermieten oder das Leasingobjekt der Leasinggesellschaft zurückgeben.

(4) Differenzierung nach dem Leasinggeber

- **Direktes Leasing:** Auch Hersteller- oder Vertriebsleasing genannt. Der Hersteller schliesst den Leasingvertrag direkt ohne Einschaltung einer Leasinggesellschaft ab (Zweiparteienleasing).
- **Indirektes Leasing:** Es liegt ein Dreieckverhältnis vor, indem zwischen Hersteller und Leasingnehmer eine Leasinggesellschaft dazwischengeschaltet wird.

9.2 Sonderformen des Leasings

Beim Leasing können folgende Sonderformen differenziert werden:

¹⁴⁸ Badertscher, B.: Operating Lease: Echtes Leasing oder Miete?, in: Koller, A. (Hrsg.): Leasingrecht, Bern 2007, S. 136.

Sale and Lease Back

Beim Sale-and-Lease-Back-System erwerben Leasinggesellschaften bereits erstellte Immobilien, die sie dann unmittelbar wieder an den Verkäufer vermieten.¹⁴⁹ Das Sale-and-Lease-Back-Verfahren hat den Vorteil, dass das in der Liegenschaft investierte Eigenkapital liquiditätsmässig freigesetzt wird. Liegt der Verkaufspreis über dem Buchwert, werden zudem stille Reserven aufgelöst und realisiert. Wegen der gesetzlichen Höchstbewertungsvorschriften (Anschaffungswertprinzip) ist Sale and Lease Back oft der einzige Weg, von den stillen Reserven sowohl liquiditäts- wie bilanzwirksam zu profitieren. Zu beachten ist, dass nach FER 13/6 Gewinne aus Sale-and-Lease-Back-Transaktionen erfolgsneutral zu behandeln sind.

Lease in/Lease out

Es handelt sich um ein grenzüberschreitendes US-Leasinggeschäft (**Cross Border Leasing**), wobei die US-Leasinggesellschaft vom schweizerischen Leasingnehmer das Objekt im Rahmen eines Hauptmietvertrages mietet und die Verpflichtung mit einer Einmalzahlung abgeltet. Gleichzeitig räumt der US-Leasinggeber in einem Untermietvertrag ein Nutzungsrecht für das Leasing ein. Der finanzielle Vorteil für den Leasingnehmer ergibt sich aus der Differenz zwischen der erhaltenen Mietvorauszahlung und der Bezahlung von Leasingraten. Die amerikanische Leasinggesellschaft profitierte von Steuervorteilen. Nachdem die amerikanische Gesetzgebung 2004 geändert hat, sind Lease-in-/Lease-out-Transaktionen selten. In der schweizerischen öffentlichen Meinung waren sie ohnehin umstritten.¹⁵⁰

Kommunalleasing

Das Kommunalleasing umfasst Leasinggeschäfte von Anlagegütern, welche von öffentlichen Gemeinwesen genutzt werden, z. B. Verwaltungsgebäude, Mehrzweckhallen, Verbrennungs- und Kläranlagen. Kommunalleasing ist in der Schweiz noch wenig verbreitet, konnte in Zeiten der Finanzknappheit an Bedeutung gewinnen.

149 **Beispiele: (1) Swisscom:** Vor dem IPO 1998 wurde eine Sale-and-Lease-Back-Transaktion im Betrag von CHF 118 Mio. durchgeführt. Quelle: Anmerkung zur Geldflussrechnung Halbjahresbericht 30.6.1998. (2) **Dresdner Bank:** Ende 2005 hat sich die Dresdner Bank von 309 Liegenschaften getrennt und diese in Sale-and-Lease-Back-Verfahren einer amerikanischen Investmentgesellschaft übertragen. Der Verkaufserlös lag deutlich über EUR 2 Mrd. Die Laufzeiten der Mietverträge variieren zwischen 3 und 15 Jahren. Damit hat die Bank das gesamte Filialnetz in Mietobjekten untergebracht. Quelle: Frankfurter Allgemeine Zeitung sowie Süddeutsche Zeitung vom 22.12.2005.

150 Lease-in-/Lease-out-Transaktionen wurden vor allem in den 1990er-Jahren von öffentlichen Gemeinwesen und öffentlich-rechtlichen Unternehmen, z. B. EW der Stadt Zürich sowie Transportunternehmen (u. a. BLS, Rhätische Bahn) abgewickelt. Die BLS hat die US-Leaseverträge 2009 vorzeitig aufgelöst und dabei einen Gewinn von CHF 10.5 Mio. erzielt. Quelle: Der Bund vom 25.5.2010.

Vendor Leasing

Beim Vendor Leasing bietet der Hersteller oder Verkäufer eines Anlagegutes dem Kunden eine Leasingfinanzierung an, welche er jedoch nicht direkt, sondern über eine Leasinggesellschaft abwickelt.¹⁵¹ Die Vorteile für den Leasingnehmer liegen darin, dass eine separate Suche nach einer Leasinggesellschaft entfällt und das Investitionsvorhaben rascher abgewickelt werden kann. Die Leasinggesellschaft ihrerseits kann dank der Zusammenarbeit mit dem Vendor in der Kalkulation von einem höheren Restwert ausgehen, weil dieser in der Regel die Rücknahme des Leasinggegenstandes garantiert.

Mit allen Varianten des Leasings werden in letzter Zeit vermehrt Dienstleistungen als Zusatznutzen verbunden. So kann durch Zusammenarbeit zwischen einer Leasinggesellschaft und externen Spezialfirmen (Contractors) das Energiemanagement ausgelagert werden (Outsourcing). Bau, Betrieb, Wartung und Instandhaltung der Energieanlagen werden in Zusammenarbeit von Leasinggesellschaft und Contractor besorgt. In den folgenden Abschnitten wird das Leasinggeschäft aus der Sicht des Leasingnehmers dargestellt.

9.3 Abwicklung eines Finanzierungsleasings

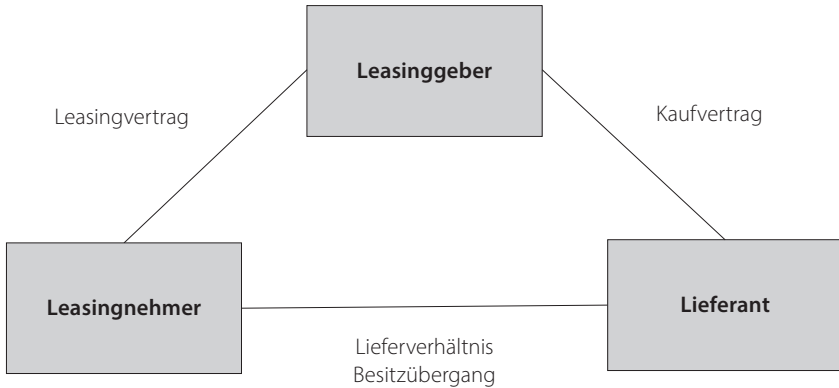
Das Finance Leasing als Normalfall wickelt sich unter drei Partnern ab:

- Dem Hersteller der Anlagegüter,
- dem Leasinggeber (Verleaser oder englisch »lessor«)
- und dem Leasingnehmer (Leaser, englisch »lessee«).

Der Leasingnehmer sucht sich die benötigten Ausrüstungsgegenstände aus und teilt den gewählten Typ seinem Lieferanten und dem Leasinggeber mit. Dieser kauft die gewünschten Einrichtungsgegenstände und vermietet sie dem Leasingnehmer auf eine zum Voraus festgesetzte Nutzungsdauer gegen Bezahlung einer einmaligen Abschlussgebühr von 1 % bis 5 % des Kaufpreises und gegen monatliche Leasingraten. Es können auch Anzahlungen verlangt sein. Diese Monatsrate setzt sich zusammen aus dem Zins, einschliesslich eines Verwaltungskosten- und Risikozuschlages, der Amortisation und den Unterhaltskosten (falls diese zu Lasten des Verleasers fallen). Ihre Höhe wird vor allem durch die Dauer der Vermietung und den erforderlichen Abschreibungsaufwand beeinflusst.

Die Leasinggesellschaften refinanzieren sich bei Banken, Versicherungen oder besonderen Finanzierungsinstituten. Eine besondere Bedeutung kommt dem Leasingsystem aus steuerlichen Gründen im Rahmen der finanziellen Beziehungen unter den Gesellschaften international tätiger Konzerne zu.

¹⁵¹ Krug, M./Kreis, M.: Vendor Lease, in: Hess, M./Jakob, R./Zern, B. (Hrsg.): Leasing, Zürich 2008, S. 74.



Dar. 15: Abwicklung des Leasinggeschäfts (Quelle: Triangular relationship, UNIDROIT-Leasingkonvention)

9.4 Vor- und Nachteile des Finanzierungsleasings

Anhand eines Beispiels¹⁵², welches den Kauf auf Kredit im Vergleich zum Leasing darstellt, werden die Vorteile und Nachteile des Leasings erläutert.

Beispiel Leasing/Kauf auf Kredit

Für die Erweiterung der Produktionskapazitäten benötigt ein Unternehmen eine Maschine im Wert von CHF 100 000. Es wird angenommen, dass das Investitionsgut jährlich einen Bruttoertrag von CHF 50 000 abwirft und fünf Jahre im Einsatz steht. Als Finanzierungsquelle stehen eine Leasingvariante sowie eine Kreditvariante zur Auswahl.

Annahmen zum Leasing

- | | |
|---------------------------|-------------|
| • Leasingssumme | 100 000 CHF |
| • Laufzeit | 60 Monate |
| • Zinssatz | 5 % p. a. |
| • Restwert | 10 000 CHF |
| • Nettoinvestitionsbetrag | 92 208 CHF |
| • Monatliche Leasingrate | 1 740 CHF |

152 Ehemaliges Beispiel der Credit Suisse: Leasing im Trend, Zürich 2006.

Die Berechnung der Zinsen und Amortisation ergibt sich wie folgt:

Dar. 16: Zins- und Amortisationsrechnung

Monat	Zins	Amortisation	Leasingrate	Restschuld
0				100 000
1	417	1 323	1 740	98 677
2	411	1 329	1 740	97 348
3	406	1 334	1 740	96 013
4	400	1 340	1 740	94 673
...				
30	247	1 493	1 740	39 393
...				
60	49	1 691	1 740	10 000

Die Modellrechnung für den Kreditkauf sieht wie folgt aus: Zur Berechnung der jährlichen Belastungen und der Auswirkungen auf die Bilanz müssen Annahmen gemacht werden, in welcher Höhe und zu welchen Konditionen der Kauf mit Fremdkapital finanziert und mit welchen Eigenkapitalkosten gerechnet wird.

Die Leasinggesellschaften nennen als *Vorteile des Leasings* gegenüber dem Kauf von Sachanlagegütern:

- Leasing vermeidet die wirtschaftliche Bindung von Anlagevermögen. »Why own a cow, when milk is so cheap?«
- Leasing schont im Vergleich zum Kauf die Liquidität.
- Leasing entlastet das Bilanzbild und verbessert die Kennzahlen zur Liquidität und Kapitalstruktur, sofern der Leasingnehmer seinen Jahresabschluss nach dem Rechnungslegungsrecht erstellt.
- Investitionen können vorgenommen und genutzt werden, bevor hierfür die Mittel zur Finanzierung bereitgestellt werden mussten. Leasing arbeitet nach dem Motto »Pay as you earn«.
- Leasing ermöglicht eine 100 %-ige Objektfremdfinanzierung auf Vertragsbeginn.
- Leasing garantiert die Fristenkongruenz.
- Leasing garantiert feste Kosten und erleichtert damit die Finanzplanung.
- Leasing ist für rasch expandierende kleinere und mittlere Unternehmungen mit begrenzten Verschuldungsmöglichkeiten (Borrowing Power) oft die einzige echte Finanzierungsalternative. Fester Zins und feste Kreditdauer lassen die Leasingfinanzierung mit einer Finanzierung durch Obligationenanleihen vergleich-

chen, sodass Leasing auch als »Obligationenanleihe der kleinen Firmen« bezeichnet wurde.

- Der Leasingnehmer erspart sich die Umtriebe, die mit dem Verkauf nicht mehr benötigter Anlagegüter im Allgemeinen verbunden sind.
- Ist die Unternehmungsleitung wohl für einmalige grössere Anschaffungen, aber nicht für periodische Aufwendungen an die Zustimmung von übergeordneten Instanzen (zum Beispiel Verwaltungsrat, bei Tochtergesellschaften Holding) gebunden, so kann sie auf Leasing ausweichen, ohne das vorgegebene Investitionsbudget zu belasten oder zu überschreiten.
- Der Abschluss eines Leasingvertrages ist im Allgemeinen leichter zu bewerkstelligen als die Aufnahme eines entsprechenden Kredites. Dank Leasing kann ein Investitionsentscheid unter Umständen rascher gefällt werden.

Eingehende Untersuchungen haben jedoch gezeigt, dass die Gültigkeit der Argumente von der allgemeinen Liquiditätslage der Unternehmung, aber auch von ihren Zielvorstellungen bezüglich Rentabilität, Sicherheit und Risiko abhängt. Im kommerziellen Einzeleasinggeschäft haben sich bei den Grossbanken die Zinskonditionen jenen im klassischen Bankkreditgeschäft angeglichen.

Der Leasingzinssatz entspricht dem Zinssatz für vergleichbare mittel- bis langfristige Bankkredite (Feste Darlehen, Festhypotheken für gewerblich-industrielle Bauten). Die Leasingkonditionen werden individuell ausgehandelt und sind im Wesentlichen abhängig von der Vertragssumme und -dauer bzw. dem Risiko (Kunde bzw. Branche, Leasingobjekt). Zu beachten ist, dass der Zins für die Leasingdauer festbleibt, während Bankkredite, vom Sonderfall der Festhypothek abgesehen, im Allgemeinen nicht zu Festzinssätzen erhältlich sind.

Wenn die Unternehmung einen Swiss-GAAP-FER- oder IFRS-konformen Jahresabschluss vorlegen muss, ist die Bilanzierung von Finanzierungsleasing-Transaktionen Pflicht (Aktivierung des Leasingobjektes, Passivierung der Leasingsschuld). IFRS ist im Jahr 2016 gar dazu übergegangen, dass faktisch nur noch Finanzierungsleasing zulässig ist.

Auch bei einem Einzelabschluss nach dem Rechnungslegungsrecht wird jede Bank bei einer gründlichen Prüfung eines Kreditgesuches auch die Finanzierungsleasingverpflichtungen mitberücksichtigen. Der Vorteil der Kapitalfreisetzung spielt zudem nur dann eine Rolle, wenn das freigesetzte Kapital anderweitig mit einer überdurchschnittlichen Rendite eingesetzt werden kann.

Als *Nachteil des Leasings* ist zu erwähnen, dass bei nachlassender Konjunktur es dem Leasingnehmer schwerer fallen dürfte, auf die volle Kostendeckung zu verzichten, da die Leasingraten auf jeden Fall in voller Höhe entrichtet werden müssen. »Pay even if you don't earn«, heisst es dann. Die Leasingraten müssen auch bezahlt werden, wenn das Leasingobjekt wegen Umsatzausfall nicht mehr genutzt werden kann. Der Eigentümer von Anlagen kann dagegen durch Verzicht auf Abschreibungen (sofern dadurch in der Bilanz keine Überbewertung entsteht) und kalkulatorische Eigenkapitalkosten vorübergehend eine Kostenunterdeckung in Kauf nehmen. Allerdings ist ein Aussetzen von Abschreibungen im Rechnungs-

legungsrecht fragwürdig und nur in begründeten Fällen zulässig. Falls während der Vertragsdauer das Zinsniveau sinkt, bleibt die Zinskomponente in der Leasingrate unverändert, während der Bankkreditnehmer von einer Zinsreduktion profitiert. Bei Zahlungsverzug des Leasingnehmers kann der Vertrag fristlos aufgelöst und das Leasingobjekt zurückgenommen werden, während bei auf Kredit gekauften Anlagen die Bank nicht ohne weiteres das Objekt verwerten kann.

Ein sachlicher Entscheid für oder gegen Leasing kann nur unter Berücksichtigung der Entscheidungskonstellation Leasing als Fremdkapitalalternative (vor allem bei Grossunternehmungen), als allgemeines Finanzierungsinstrument (von Klein- und Mittelunternehmungen) oder als Exklusivmöglichkeit sowie aller relevanten Einflussgrössen (und nicht allein durch eine Kostenvergleichsrechnung) getroffen werden.¹⁵³

In grösseren international tätigen Unternehmungen sind Leasingtransaktionen nicht primär als Substitut einer Fremdfinanzierung zu betrachten, sondern die Nutzung von Steuer- und Zinsdifferenzen sowie Währungsvorteile stehen im Vordergrund.

9.5 Behandlung des Leasings im Jahresabschluss

Die *Operating-Leasing-Verträge* werden buchhalterisch Miet- und Pachtverträgen gleichgestellt.

Das *Operating-Leasing (Miet- und Pachtverträgen)* wird als Off-Balance-Sheet-Accounting gesehen, da die Bilanz keine Angaben zum Leasinggeschäft umfasst. Es werden einzig die Leasingaufwendungen verbucht.

Die für eine bestimmte Periode bezahlten Leasingraten sind für den Leasingnehmer Aufwand des Rechnungsjahres. Die Schulden, die während der Dauer der Unkündbarkeit des Vertrages bestehen, werden durch den Wert der für diese Zeitabschnitte gesicherten Nutzungen als ausgeglichen betrachtet. Die nicht bilanzierten Leasingverpflichtungen nach OR 959c II 6 sind lediglich im Anhang aufzuführen.

Mit der wachsenden Bedeutung des Finanzierungsleasinggeschäftes wurde der buchhalterischen Erfassung von Leasingverträgen beim Leasingnehmer vermehrte Beachtung geschenkt. Um Fehlinterpretationen in der Beurteilung der Finanzlage von Unternehmungen zu vermeiden, die in beträchtlichem Ausmass anstelle des Kaufs von Sachanlagen Leasingverträge abschliessen, fordern die Rechnungslegungsstandards (Swiss GAAP FER 13) zwingend die Bilanzierung von Finanzierungsleasingverträgen. Dadurch wird das Off-Balancesheet-Accounting im erheblichem Mass reduziert.

¹⁵³ Siehe dazu die durch ein praktisches Beispiel illustrierten Ausführungen von Volkart, R.: Finanzmanagement, Band I, Zürich 1997, S. 191.

Finanzierungsleasing wird als kaufähnlicher Vorgang erfasst (Kreditverbuchungsmethode). Hierbei werden die Vermögenswerte im Leasing und die Leasingverbindlichkeiten in der Bilanz erfasst.

Das Leasingobjekt wird zum Barankaufspreis aktiviert, die ausstehenden Leasingraten werden als Schuld an die Leasinggeber ausgewiesen. Die Leasingrate stellt eine Annuität dar. Sie zerfällt in einen erfolgswirksamen Zinsanteil und in eine erfolgsneutrale Tilgungssumme.

Nach FER 13/3 zur Darstellung des Leasinggeschäftes in der Jahresrechnung des Leasingnehmers liegt ein Finanzierungsleasing in der Regel vor, wenn

- bei Vertragsabschluss der Barwert der Leasingraten sowie einer allfälligen Restzahlung in etwa dem Anschaffungs- bzw. Netto-Marktwert des Leasinggutes entspricht oder
- die erwartete Leasingdauer nicht wesentlich abweicht von der wirtschaftlichen Nutzungsdauer des Leasinggutes oder
- das Leasinggut am Ende der Leasingdauer ins Eigentum des Leasingnehmers übergehen soll oder
- eine allfällige Restzahlung am Ende der Leasingdauer wesentlich unter dem dannzumaligen Netto-Marktwert liegt.

Ist eines dieser Kriterien erfüllt, handelt es sich um Finanzierungsleasing, andernfalls im Sinne einer Negativabgrenzung um operatives Leasing.

Bei dieser Variante wird der wirtschaftlichen Betrachtungsweise gegenüber den sachenrechtlichen Verhältnissen der Vorrang eingeräumt. Der wirtschaftliche Nutzen ist gegenüber den Eigentumsverhältnissen stärker zu gewichten, wenn es sich um langfristige und unkündbare Finanzierungsleasingverträge handelt oder das Eigentum auf Ende der Vertragszeit auf den Leasingnehmer übergeht. Diesem Tatbestand gleichwertig ist die Einräumung einer Kaufoption zu sehr vorteilhaften Bedingungen, sodass normalerweise von der Ausübung dieser Option ausgegangen werden kann. Die Bilanzierung von Finanzierungsleasingverträgen sollte auch in Abschlüssen gewählt werden, denn ohne Aktivierung der Leasingobjekte und ohne Passivierung der Leasingschulden vermittelt das Bilanzbild über die Investierungs- und Finanzierungsverhältnisse keine zuverlässigen Informationen.

Die von den Rechnungslegungsstandards aufgestellten Kriterien zur Unterscheidung zwischen dem operativen und dem Finanzierungsleasing sind nicht eindeutig festgelegt, was erhebliche bilanzpolitische Spielräume öffnet. Diese werden in der Praxis dazu verwendet, Leasingverträge so auszugestalten, dass die Bilanzierung unterbleiben kann. Die Jahresabschlüsse sind damit unter Unternehmungen nicht mehr vergleichbar und widersprechen dem Ziel der Entscheidungsnützlichkeit (FER-RK Ziff. 5). Deshalb planten IASB und FASB die Vorschriften zum Leasing abzuändern, indem auf die Unterscheidung zwischen der beiden Leasingarten verzichtet wird. Ab dem Jahr 2016 sind bei IFRS-Abschlüssen faktisch nur noch Finan-

zierungsleasinggeschäfte vorzufinden. Grundsätzlich sollen alle Leasingverhältnisse in der Rechnungslegung inskünftig nach dem sogenannten **Right of Use Approach** bilanziert werden, indem die geleasten Güter in der Bilanz als Nutzungsrechte mit der entsprechenden Leasingverbindlichkeit ausgewiesen werden.

9.6 Bewertung des Leasings

Die Bewertung eines Leasinggeschäfts hängt vom Finanzierungsbetrag, vom Leasingsatz und der Laufzeit des Leasinggeschäfts ab. Da die Leasinggeschäfte auf eine bestimmte Laufzeit vereinbart werden, können die Leasingkosten als Fixkosten betrachtet werden, was die finanzielle Flexibilität einschränken kann.

Die Annuität stellt die Summe des Zinsanteils und der Amortisation dar. Der Barwert der Leasingverbindlichkeiten ist der ausstehende Kreditbetrag. Die festzulegende Annuität ergibt sich demnach aus der Multiplikation des Kreditbetrags und dem Annuitätenfaktor.

Formel der Annuität für das Leasinggeschäft

$$\text{Annuität} = C \times \frac{(1+z)^t \times z}{(1+z)^t - 1}$$

C = Kreditbetrag

z = Zinssatz

t = Laufzeit

Fiktives Beispiel zur Berechnung der Barwerte des Leasinggeschäfts, Annuität und Leasingverbindlichkeit

Ein Industrieunternehmen least eine Maschine im Wert von 210 000 CHF. Die Leasinggesellschaft bietet eine Leasingrate von 50 000 CHF pro Jahr (nachschüssig) ohne Restwert.

Die Leasingverbindlichkeit berechnet sich wie folgt:

Dar. 17

Jahr	Leasingrate	Diskontierungssatz	Barwert der Leasingrate
1	50 000	1.05	47 619
2	50 000	1.10	45 351
3	50 000	1.16	43 192
4	50 000	1.22	41 135

Dar. 17 – Fortsetzung

Jahr	Leasingrate	Diskontierungssatz	Barwert der Leasingrate
5	50 000	1.28	39 176
Summe der Barwerte der Leasingraten			216 474

Die Amortisation und der Zinsanteil können über die Jahre wie folgt ermittelt werden:

Dar. 18

Jahr	Leasingrate	Zinsen	Amortisation	Restschuld
0				216 474
1	50 000	10 824	39 176	177 298
2	50 000	8 865	41 135	136 162
3	50 000	6 808	43 192	92 971
4	50 000	4 649	45 351	47 619
5	50 000	2 381	47 619	0

Der Annuitätsfaktor berechnet sich wie folgt:

$$\text{Annuität} = 216\,474 \times \frac{(1 + 0.05)^5 \times 0.05}{(1 + 0.05)^5 - 1} = 0.230974798$$

Daraus folgt, dass die Leasingrate 50 000 CHF beträgt (0.23 x 216 474 CHF).

10 Mezzanine-Finanzierung

10.1 Begriff

Streng rechtlich betrachtet gibt es Mezzanine Capital nicht, weshalb die entsprechenden Finanzierungsinstrumente dem Fremdkapital zuzuordnen sind. Aus wirtschaftlicher Sicht werden diese jedoch wie Eigenkapital betrachtet (sogenanntes Quasi-Eigenkapital).

Mezzanine Capital (Mezzanine-Finanzierung) ist der angelsächsische Sammelbegriff für eine Vielzahl von hybriden Finanzierungsinstrumenten, deren Risiko-Rendite-Profil zwischen dem rechtlichen Eigenkapital und dem klassischen Fremdkapital liegt.

Je nach dem dominierenden Merkmal sind zwei Erscheinungsformen zu unterscheiden:¹⁵⁴

- **Equity Mezzanine Capital** weist wesentliche Eigenschaften des Eigenkapitals auf, z. B. im deutschen Aktienrecht der Finanzierungsgenussschein¹⁵⁵, die Beteiligung des Kapitalgebers am Gewinn und an der Entwicklung des Unternehmenswertes oder das Recht, zu einem späteren Zeitpunkt Beteiligungspapiere (Aktien, PS) zu erwerben (z. B. bei Wandelanleihen und Wandeldarlehen). Eine Eigenkapital ähnliche Funktion haben auch die nachrangigen Darlehen von Gesellschaftern, weil deren Interessen weitgehend mit jenen der Aktionäre bezüglich der Sicherung der Unternehmensexistenz übereinstimmen.
- **Debt Mezzanine Capital** umfasst verschiedene Formen wie nachrangige Anleihen, Darlehen mit Nachgangserklärung oder Rangrücktritt, Verkäufendarlehen, welche aus der Stundung des Kaufpreises bei einer Unternehmensübernahme entstehen.

Die Mezzanine-Finanzierungsinstrumente können auch nach der Form der Platzierung klassiert werden, je nachdem, ob sie direkt auf dem Kapitalmarkt angeboten

154 Broda, B.: Mezzanine Finance, in: ST 11/2003, S. 977 ff.

155 In der Schweiz nicht mehr zulässig (OR 657 III).

(z. B. Preferred Stocks, verschiedene Anleiensformen) oder individuell gestaltet und privat platziert werden.¹⁵⁶

10.2 Kapitalmarktorientierte Mezzanine-Finanzierung

Mezzanine-Finanzinstrumente können nur von emissionsfähigen Unternehmen eingesetzt werden. Dazu zählen:

- **Wandel- und Optionsanleihen**

Sie räumen dem Gläubiger das Recht ein, anstelle der Anleiensrückzahlung Beteiligungspapiere zu beziehen (**Convertible Bond**) oder ohne Verzicht auf die Forderung zusätzlich Beteiligungspapiere zu erwerben (**Optionsanleihe, Bond with warrant**).

- **High Yield Debt**

Es handelt sich grundsätzlich um hochverzinsliche, nicht gesicherte und nachrangige Finanzverpflichtungen. Diese werden gezielt vor allem bei Leveraged-Buyout-Finanzierungen eingesetzt und unterscheiden sich damit von Obligationen mit hoher Rendite als Folge von finanziellen Engpässen (Financial Distress)¹⁵⁷ des Emittenten. Für solche High Yield Bonds hat sich bis jetzt kein europäischer Markt entwickelt, weshalb ein entsprechender Finanzbedarf durch Emission auf den US-Märkten gedeckt werden muss.

- **Preferred Stock**

US-Gesellschaften sehen in ihrer statutarischen Kapitalstruktur in der Regel die Möglichkeit zur Ausgabe von Preferred Stock (PS, Vorzugsaktien) vor. Diese verbiefen gegenüber den Stammaktien (Common Stock) das Recht auf eine im Allgemeinen feste kumulative Vorzugsdividende. Häufig sehen die Statuten ein Rückkaufsrecht der Vorzugsaktien zu einem zum Voraus festgelegten Preis vor. Die Preferred Stocks gewähren keinen Anspruch durch den vom Gewinnrückbehalt entstehenden Wertzuwachs des Eigenkapitals.

Mit den Preferred Stocks ist in der Regel kein Stimmrecht verbunden.¹⁵⁸ Nach dem schweizerischen Aktienrecht können keine mit den Preferred Stock identischen Finanzierungsinstrumente ausgegeben werden. Ein vergleichbares Finanzierungsinstrument waren die mit einer von der Bundesobligationenrendite abhängigen Vorzugsdividende ausgestatteten Prioritäts-Preferred-Stocks, welche erstmals von Landis & Gyr 1975 in einer Periode mit angespannten Kapitalmarktverhältnissen ausgegeben, vom Markt jedoch sehr zurückhaltend aufgenommen worden sind.

156 Wöhe, G. et al.: Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, München 2009, S. 178.

157 Anleihen von insolvenzgefährdeten Gesellschaften, sogenannte Junk Bonds (Fallen Angels).

158 Brigham, F./Ehrhardt, M.: Financial Management, Mason 2008, S. 297 und S. 743 ff.

Vorzugsaktien und Vorzugs-PS sind nach schweizerischem Recht jedoch uneingeschränkt Eigenkapital (Equity Capital) und fallen deshalb nicht unter die hybriden Finanzinstrumente.

- **Zerobonds**

Bei dieser Anleiensvariante werden die Zinsen nicht jährlich, sondern erst bei Verfall der Anleihe bezahlt. Damit wird der Cashflow aus Geschäftstätigkeit nicht durch Zinszahlungen und Kapitalamortisationen belastet, was eine hohe Verschuldung »leichter« macht. In den angelsächsischen Ländern werden deshalb Zero-Bonds als Element eines Mezzanine-Gesamtpakets eingesetzt.¹⁵⁹

- **PREP**

Es handelt sich um Preferred Pool Shares (PREPS), welche von einer Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle, SPV) bei Investoren platziert werden und deren Emissionserlös an grössere Unternehmen in Form von nachrangigen Darlehen mit Gewinnbeteiligung weitergegeben wird.¹⁶⁰ Als Folge der Finanzmarktkrise ist die Nachfrage nach PREPS-Transaktionen auf dem Kapitalmarkt zurückgegangen, sodass keine weiteren Tranchen mehr ausgegeben worden sind.

10.3 Private Mezzanine-Finanzierung

Der europäische Markt für Unternehmensfinanzierung ist im Vergleich zu den USA wesentlich stärker von den Banken als Kreditgeber geprägt. Mezzanine-Instrumente werden deshalb vor allem als Kreditprodukte gestaltet und nicht über den Kapitalmarkt platziert. Zu den privatplatzierten Mezzanine-Instrumenten zählen **nachrangige und partiarische Darlehen**.

Beispiel Mezzanine-Finanzierungen für KMU CSA Mezzanine-Darlehen

Die Credit Suisse vermittelte nachrangige Darlehen in Laufzeiten von fünf bis acht Jahren an grössere KMU mit einem Umsatz ab rund CHF 10 Mio. und einem Kreditvolumen zwischen CHF 0.5 und 5.0 Mio. Kreditgeber ist die Credit Suisse Anlagestiftung.

Zu den privaten Mezzanine-Finanzierung zählen u. a.:

¹⁵⁹ Müller-Kanel, O.: Mezzanine Finance, Bern 2004, S. 148.

¹⁶⁰ Kaserer, C./Achleitner, A. K.: Mezzaninekapital auf dem Weg zum Standardprodukt, in: ST 11/2007, S. 823 ff.

Stille Beteiligungen

Die juristischen Probleme im Zusammenhang mit der stillen Gesellschaft¹⁶¹ sind bereits dargestellt worden (► Band I, Kap. 17.3.3). Muss der stille Teilhaber Unternehmensverluste mittragen, liegt keine Mezzanine-Finanzierung vor.

- **Payment in Kind Securities (PIK)**

Bei dieser Form der Finanzverbindlichkeiten werden die Zinsen nicht bar, sondern in Form von neuen Schuldverpflichtungen, sogenannten »payment in kind bonds«, bezahlt. Damit wird der Cashflow nicht durch Auszahlungen für den Schuldendienst belastet.

- **Equity Kicker**

Das mit einer Mezzanine-Finanzierung beschaffte Kapital kann in der Regel nicht mit einem dem Risiko angepassten höheren Zinssatz entschädigt werden. Für eine risikogerechte Kompensation soll deshalb die Möglichkeit sorgen, dass der Fremdkapitalgeber in eine Eigenkapitalposition gelangen kann. Mit einer als Eigenkapital-Kicker bezeichneten Option des Kapitalgebers wird die Zinsbelastung für die Unternehmung verringert. Der Equity Kicker soll das er höhte Fremdkapitalrisiko »versüssen« (sweetener). Die Ausübung des Kickers hängt weitgehend von der Ausgestaltung der Kreditvertragsvereinbarung ab. Erwirbt der Kreditgeber Eigenkapital, ist es für den Ausstieg (Exit) wichtig, dass für die entsprechenden Beteiligungspapiere ein Markt besteht, weil eine langfristige Beteiligung nicht beabsichtigt ist.

Für eine ausführliche Darstellung zur Strukturierung von Private-Mezzanine-Transaktionen wird auf die Spezialliteratur verwiesen. Der Equity-Kicker ist mit dem Konzept von Options- und Wandelanleihen vergleichbar, welche jedoch nur kapitalmarktfähigen Unternehmen vorbehalten sind.

10.4 Vor- und Nachteile der Mezzanine-Finanzierung

Die Auswirkungen einer Mezzanine-Finanzierung auf Kapitalstruktur und Kapitalkosten eines Unternehmens werden an einem schematischen Beispiel illustriert.

Fiktives Beispiel Wirkungen einer Mezzanine-Finanzierung¹⁶²

Das Unternehmen mit einem Eigenkapital von CHF 3 Mio. benötigt für eine Investition Fremdkapital in der Höhe von CHF 5 Mio. Mit einem herkömmlichen Bankkredit können jedoch nur CHF 3 Mio. beschafft werden, weil die maximale

161 Eine stille Gesellschaft ist jene Erscheinungsform, bei der nach aussen nur der Hauptgesellschafter auftritt und nicht die Gesellschaft selbst.

162 Quelle: Credit Suisse Economic Research, Mai 2006.

Höhe der normalen Bankkreditverschuldung erreicht ist (Debt Capacity). Die benötigten restlichen CHF 2 Mio. könnten als Mezzanine-Darlehen gewährt werden, wovon 80 % als wirtschaftliches Eigenkapital angerechnet werden.

Dar. 19: Vergleich von Finanzierungsalternativen ohne und mit Mezzaninekapital

	Ausgangslage		Finanzierung ohne Mezzanine		Finanzierung mit Mezzanine	
	Mio. CHF	Kapitalkosten	Mio. CHF	Kapitalkosten	Mio. CHF	Kapitalkosten
Bankkredit vor vorgangiges Fremdkapital	3	5.0 %	8	5.0 %	6	5.0 %
Mezzanine-Darlehen nachrangig	0		0		2	10.0 %*
Fremdkapital	3	5.0 %	8	5.0 %	8	6.25 %
Eigenkapital	3	15.0 %	3	15.0 %	3	15.0 %
Gesamtkapital	6	10.0 %	11	7.7 %	11	8.6 %
Eigenkapitalquote		50 %		27 %		42 %**

* Die Verzinsung kann auch zum Teil erfolgsabhängig festgesetzt werden. Die Aufnahme von Mezzanine-Kapital hat zwei Effekte: Die gewichteten Fremdkapitalkosten steigen von 5.0 % auf 6.25 %. Aufgrund des Leverage-Effektes sinken jedoch die gewichteten Gesamtkapitalkosten des Unternehmens für Kapitalkosten von 10.0 % auf 8.6 %.

** Die Eigenkapitalquote fällt lediglich auf 42 % zurück (anstatt auf 27 %), weil 80 % des Mezzanine-Darlehens (d. h. 1.6 Mio. CHF von 2.0 Mio. CHF) als wirtschaftliches Eigenkapital betrachtet werden.

Annahmen und Berechnungen: Bankkredit 5 %, Mezzanine-Darlehen 10 %, Eigenkapital 15 % (zusammengesetzt aus dem risikofreien Zinssatz [2.5 %] und der Marktisikoprämie für KMU [12.5 %]). Je nach der Bonität des Schuldners müsste in der Praxis für das vorrangige Fremdkapital (Senior Debt) eine Erhöhung der Kreditzinsen berücksichtigt werden.

Die Mezzanine-Finanzierung ist für die Unternehmung im Vergleich zu den herkömmlichen Finanzierungsformen mit verschiedenen *Vorteilen* verbunden:

- Verbesserung der Bilanzstruktur und damit der Bonität, weil Mezzanine-Kapital als wirtschaftliches Eigenkapital betrachtet wird.

- Keine Kapitalverwässerung und keine Veränderung der Mitwirkungsrechte wie bei einer normalen Aktienkapitalerhöhung mit Drittaktionären.
- Steuervorteile, weil die Zinsen vom steuerbaren Gewinn abzugsfähig sind.
- Begrenzt Mitspracherecht des Mezzanine-Kapitalgebers

Als *Nachteile* sind zu erwähnen:

- Höhere Kosten gegenüber dem klassischen Bankkredit.
- Nur zeitlich begrenzte Kapitalüberlassung im Gegensatz zum dauernd zur Verfügung stehenden Eigenkapital.

11 Venture-Capital-Finanzierungen

11.1 Begriff und rechtliche Gestaltung

Eine wichtige Aufgabe von Private-Equity-Finanzierungsgesellschaften ist auch die Bereitstellung von Eigenkapital mit erhöhtem Risiko für junge Unternehmen. Neben der Venture-Capital-Finanzierung sind als weitere Bereiche von Private-Equity-Institutionen besondere Anlässe wie Buyout- und Turnaround-Finanzierungen zu erwähnen.¹⁶³

Als **Venture Capital (Wagniskapital)** wird die zeitlich begrenzte Bereitstellung von Eigenkapital sowie von Managementunterstützung durch professionelle Investoren an risikobehaftete, innovative, nicht börsennotierte Unternehmen mit einem überdurchschnittlichen Wachstumspotenzial bezeichnet.

Über die Abgrenzung des Venture Capitals zum Begriff der Private Equity sind sich die Autoren der Fachliteratur nicht einig. Letztere umfasst vor allem Investitionen in späteren Phasen der Unternehmensentwicklung, wenn das Unternehmen bereits am Markt etabliert ist. Finanzierungsmittel für Jungunternehmen, sogenannten Start-ups, werden als **informelles Venture Capital**¹⁶⁴ bezeichnet, welches aus dem Privatvermögen des Gründers und ihm nahestehenden Personen¹⁶⁵, sowie von **Business Angels**¹⁶⁶, vielfach in der Form von nachrangigen Darlehen gewährt werden. In der Schweiz wurde das professionelle Venture-Finanzierungsgeschäft erst in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre aufgenommen. Ein Vergleich mit innovationsstärkeren Ländern weist auf eine zu geringe Verfügbarkeit von Venture Capital hin.¹⁶⁷ Die

163 Trezzini, L.: Finanzierungsstrukturierung im Venture Capital, Bern, 2005, S. 21. Näheres zu Buyout-Finanzierungen und Turnaround.

164 Wöhe, G. et al.: Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, München 2009, S. 146.

165 Das sogenannte 3F-Finanzierungskapital (Family, Friends, Fools).

166 Business Angels sind Privatpersonen, die Jungunternehmen bei der Gründung und beim Aufbau sowie der Entwicklung zur Seite stehen, indem sie ihnen zu Kapital verhelfen und sie von ihren geschäftlichen Erfahrungen profitieren lassen. Wipfli, C.: Unternehmensbewertung im Venture-Capital-Geschäft, Bern 2001, S. 12.

167 Gantenbein, P./Pedernana, M./Engelhardt, J.: Venture Capital in der Schweiz, Baar 2010, S. 18. Über die Marktentwicklung informiert die Venture-Capital-Datenbank der Abteilung Finanzmanagement der Universität Basel. Die Private Equity- und Venture-Kapital-

rechtliche Gestaltung der Venture-Capital-Finanzierungen beruht auf einem Beteiligungsvertrag (Partnership Agreement) und einem Finanzierungsvertrag zwischen dem Investor und dem Investment-Vehikel (Fund¹⁶⁸ genannt) sowie dem Verwalter der Beteiligungen (Fund Manager oder General Partner und einem Finanzierungsvertrag, Investment Agreement).¹⁶⁹ Dieser ist zusammen mit dem Fund nach dem angelsächsischen Vorbild als **Limited Partnership (L. P.)** organisiert. Das Investment Agreement regelt die Beziehungen zwischen der Partnership und dem zu finanzierenden Unternehmen. Die **Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KKK)** im KAG ist dieser Rechtsform nachgebildet. Sie soll als schweizerisches Vehikel für die verschiedenen Equity-Anlagen und Hedge-Funds dienen. Es ist offen, ob die KKK mit der angelsächsischen L. P. konkurrieren kann.¹⁷⁰

Die Investoren können zwischen drei Varianten von Venture-Capital-Anlagen wählen:

- Direktinvestition in eine Start-up-Gesellschaft,
- indirekt in eine Private-Equity-Gesellschaft, vorzugsweise mit Börsenkotierung (z. B. Private-Equity-Holding),
- in eine Private-Equity-Funds-of-Funds-Gesellschaft.

11.2 Prozesse der Venture-Capital-Finanzierungen

Der Venture-Capital-Prozess umfasst aus der Sicht des Venture-Kapitalgebers verschiedene Teilprozesse.¹⁷¹

(1) Screening

Systematisches Eruiieren von finanzierungswürdigen Projekten im Rahmen der Grobprüfung, bei positivem Ergebnis mit einem Letter of Intent, gefolgt von einer Due Dilligence sowie von Szenarioanalysen (Best Case, Real Case, Worst Case)

gesellschaften sind in der SECA (Swiss Private Equity & Corporate Finance Association) zusammengeschlossen. (siehe auch www.seca.ch).

168 Venture-Capital-Fonds sind nicht zu verwechseln mit dem vertraglichen Anlagefonds nach KAG. Im Private-Equity-Geschäft wird jede Sammlung von Finanzierungsmitteln in einem Pool als Funds bezeichnet.

169 Barthold, B. M.: Rechtliche Gestaltung alternativer Unternehmensfinanzierungen, in: ST 10/2001, S. 879. Die SECA (Swiss Private Equity & Corporate Finance Association) hat eine Dokumentation zur vertraglichen Gestaltung von Investments in Swiss venture-backed companies erarbeitet (siehe die Musterdokumentationen unter www.seca.ch).

170 Baker McKenzie (Hrsg.): Recht der kollektiven Kapitalanlagen, Bern 2007, S. 108.

171 Die Abgrenzung der verschiedenen Teilprozesse wird jedoch in der Fachliteratur nicht einheitlich vorgenommen.

(2) Unternehmensbewertung

Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes von Start-ups ergeben sich im Vergleich zu etablierten Unternehmen verschiedene Besonderheiten, z. B. die Plausibilität der Absatzprognosen, der Prognosehorizont und der Zeitfaktor (Time to Market, Time to Break Even, Time to Exit), die noch nicht überprüfbar unternehmerischen Fähigkeiten des Managements (Moral-Hazard-Potenziale) sowie im Hinblick auf den Exit das Finanzmarktumfeld.¹⁷²

(3) Deal Structuring

Festlegung des Investorenkreises, der Eintrittsbewertung, der vermögensmässigen Vorzugsrechte, der Schutzrechte zu Gunsten der Investoren, der Exit-Modalitäten. Der Venture-Kapitaleinsatz erfolgt direkt oder über Vermittler aus einer den Venture-Kapitalgeber vorgeschlagenen meist grossen Zahl von Vorschlägen (Deal Flow).

(4) Venture Capital Monitoring

Führung und Überwachung spezifischer Regelungen zur Messung der Performance an klar festgelegten Zeitpunkten (Milestones).

(5) Corporate Governance

Betreuung des Unternehmens, insbesondere unter Berücksichtigung der Besonderheiten von Venture-Capital-finanzierten Unternehmen zur Regelung des Verhältnisses zwischen Verwaltungsrat, Management und der Venture-Kapitalgeber als Aktionäre.¹⁷³

(6) Exit

Ausstieg der Venture-Kapitalgeber (► Kap. 11.4).

Für das *kapitalsuchende Unternehmen* ist eine sorgfältige und systematische Vorbereitung auf eine Venture-Finanzierung zentral. Zu den wichtigsten Aufgaben zählen die Erstellung eines Geschäftsplans (Businessplans)¹⁷⁴, welcher alle wesentlichen Informationen zur Produkt- und Dienstleistungs-idee zum Marktpotenzial, zu den Organisations- und Geschäftsprozessen enthält. Mit der finanzwirtschaftlichen Planung werden die verschiedenen Finanzierungsphasen mit ihrem Kapitalbedarf bis zum Exit aufgezeigt. Häufig werden diese Informationen in einem sogenannten **Informationsmemorandum** zusammengefasst.

172 Wipfli, C.: Unternehmensbewertung im Venture-Capital-Geschäft, Bern 2001, S. 221 ff. mit einer ausführlichen Analyse zu Erfahrungen mit Bewertungen in der Praxis.

173 Näheres, siehe Ruppen, D. A.: Corporate Governance bei Venture-Capital-finanzierten Unternehmen, Wiesbaden 2002.

174 Über die Anforderungen an einen professionellen Businessplan informiert Dorizzi, F./Stocker, P. O.: Der Businessplan, Zürich 2011. Fischer, B./Wagner, St.: Der perfekte Business Plan, München 2010.

11.3 Finanzierungsphasen

Nach der Entwicklungsphase des Unternehmens wird die Finanzierung im Frühstadium (Early Stage) und der Aufbauphase (Expansion oder Later Stage) unterschieden:

Early-Stage-Finanzierung

- **Seed-Finanzierung**

Diese umfasst die Bereitstellung von Mitteln für alle Arbeiten in der Gründungsphase wie die Festlegung des Unternehmenskonzeptes, die Analyse des Marktes und die formelle Unternehmensgründung. Diese Phase stellt vielfach besonders hohe Anforderungen an die Gründer, weil die Beschaffung von Seed Capital häufig auf erhebliche Schwierigkeiten stößt.

- **Start-up-Finanzierung**

Bereitstellung von Mitteln für die Weiterentwicklung des Produktes bis zur Herstellung von Prototypen, Erstellung eines umfassenden Businessplans.

- **First-Stage-Finanzierung**

Bereitstellung von Mitteln zur Aufnahme der Produktion und der Markteinführung des Produktes, das einen zusätzlichen Kapitalbedarf für das Working Capital auslöst.

Expansions-Stage-Finanzierung

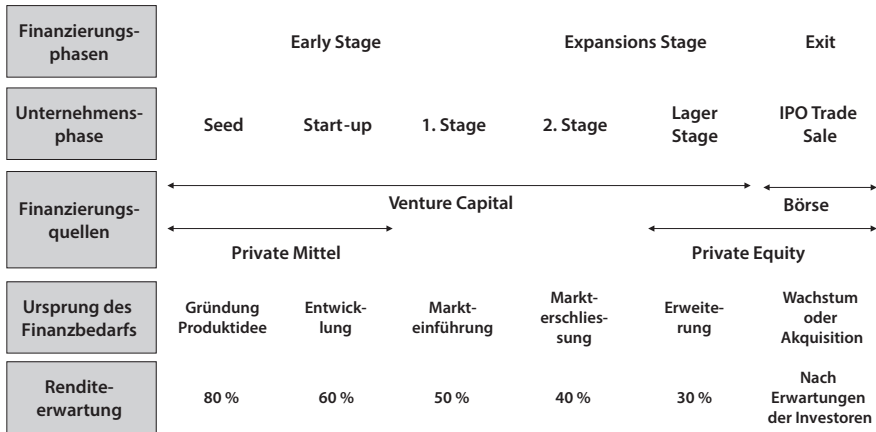
- **Second-Stage-Finanzierung**

Zusätzliche Mittel sind erforderlich, wenn sich das Produkt als erfolgreich erweist und Produktionsanlagen und Vertriebskanäle auszubauen sind. Weil mit dem Erreichen der Gewinnzone die Bonität des Unternehmens steigt, können in dieser Phase Mittel durch Bankkredite aufgenommen werden.

- **Later-Stage-Finanzierung**

In der Expansions- oder Reifephase wird das Produktsortiment erweitert und weiteres Wachstum u. a. auch durch Firmenübernahmen angestrebt. In dieser Phase können die Venture-Kapitalgeber den Exit vorbereiten (Pre-IPO-Phase). Im Zusammenhang mit dem Ausscheiden der Venture-Kapitalgeber ist gegebenenfalls eine Überbrückungsfinanzierung (**Bridge-Finanzierung**) notwendig, bis diese aus dem Emissionserlös des IPO abgelöst werden kann.

Einen systematischen Überblick vermittelt Darstellung 20.



Dar. 20: Überblick über Venture-Capital (Quelle: in Anlehnung an Wipfli, C.: Unternehmensbewertung im Venture-Capital-Geschäfts, Zürich, 2001, S. 14.)

11.4 Desinvestitionen von Venture-Capital-Finanzierungen

Wie einleitend festgestellt, ist die Venture-Capital-Finanzierung zeitlich begrenzt, weshalb bei der Vertragsgestaltung (Deal-Structuring) den Ausstiegs- bzw. Exit-Modalitäten der Desinvestierung besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden muss. Das Engagement der Venture-Kapitalgesellschaften dauert in der Regel fünf bis sieben Jahre.¹⁷⁵

Für den Ausstieg sind folgende Varianten möglich.

Initial Public Offering (IPO)

Die klassische Exit-Strategie ist die Realisierung der Wertsteigerung der Beteiligung im Rahmen eines Börsengangs. Sie wird angestrebt, wenn die Unternehmung wie erwartet schnell wächst und den weiteren Kapitalbedarf über organisierte Eigenkapitalmärkte decken kann. Für den Venture-Kapitalgeber führen IPO bei günstiger Marktverfassung in der Regel zu hohen Renditen. Bei einem IPO wird meist nicht die gesamte Beteiligung veräussert. Der Venture-Kapitalgeber behält einen Teil der Aktien in seinem Portfolio, um an Kurssteigerungen nach dem Börsengang zu partizipieren. Diese Aktien unterliegen in der Regel einer **Lock-up-Frist**, während der sie nicht am Sekundärmarkt verkauft werden können. Erst nach Ablauf der Sperrfrist kann vollständig desinvestiert werden.

175 Gantenbein, P./Pedernana, M./Engelhardt, J.: Venture Capital in der Schweiz, Baar 2010, S. 15.

Trade Sale

Bei einem Trade Sale wird die Beteiligung an einen industriellen Investor veräussert. Dieser erwirbt die Unternehmung häufig mit der Aussicht auf Skaleneffekte (Economies of Scale/Economies of Scope) oder kauft einen Konkurrenten und damit Marktanteile. Der Wagniskapitalgeber erzielt einen umso höheren Verkaufspreis, je grösser die strategische Bedeutung des Beteiligungs- oder Unternehmungskaufs für den industriellen Investor ist (► Band I, Kap. 16). Neben dem IPO stellt der Trade Sale die zweite, von Wagniskapitalgebern angestrebte Ausstiegsvariante dar und führt ebenfalls zu guten Renditen. Weil industrielle Investoren in der Regel interessiert sind, das gesamte Aktienkapital zu übernehmen, wird zur Sicherung des Exits in einem Aktionärbindungsvertrag in der Regel eine Veräusserungspflicht für alle Aktionäre (**Drag Along Right**) oder ein Mitverkaufsrecht (**Tag Along Right**) vorgesehen.¹⁷⁶

Secondary Sale/Replacement

Der Wagniskapitalgeber verkauft seinen Anteil in einer späteren Finanzierungsrunde an einen anderen Finanzinvestor. Diese Variante wird beispielsweise gewählt, wenn der Investor auf Finanzierungen in der Frühphase der Unternehmungsentwicklung spezialisiert ist und die Unternehmung in die Wachstumsphase kommt. Die erzielbaren Renditen sind meist niedriger als bei IPO oder Trade Sales. Exit über Secondary Sale spielen vor allem eine wichtige Rolle in Perioden mit schwacher Börsenverfassung, welche ein erfolgreiches IPO erschweren.

Buyback

Der Gründerunternehmer, das Management oder im Rahmen von OR 659 die Gesellschaft können die vom Venture-Kapitalgeber gehaltenen Beteiligungsrechte zurückkaufen (**Mandatory Redemption Right**). Bei einem MBO bzw. MBI (► Kap. 12.2.4) wird die Beteiligung des Venture-Kapitalgebers an das bestehende Management (beim MBO) oder an ein neues Management (MBI) veräussert. Venture-Kapitalgeber streben diese Variante in der Regel nicht an, da die erzielbaren Renditen tiefer sind als bei IPO oder Trade Sales.

Liquidation/Konkurs

Hat die Beteiligung nicht den erwarteten Erfolg gezeigt, sind Liquidation oder Konkurs der Jungunternehmung die Folge. Beim Venture-Kapitalgeber führt dies zum teilweisen oder vollständigen Verlust des investierten Wagniskapitals und zur Wertberichtigung oder vollständigen Abschreibung in der Bilanz. Erfolgreiche Inves-

¹⁷⁶ Musterbeispiele gibt Trezzini, L.: Finanzierungsstrukturierung im Venture Capital, Bern 2005, S. 282 und 287.

titionen kündigen sich meist dadurch an, dass wichtige Meilensteine bei der Umsetzung des Geschäftsplans nicht eingehalten werden. Die Veräusserung des Unternehmungsvermögens als üblicher materieller Vorgang einer Liquidation ist bei Wagnisfinanzierungen nur selten möglich, da die Unternehmung meist in einem Zeitpunkt scheitert, wo dem Fremdkapital häufig (noch) keine verwertbaren Aktiven gegenüberstehen: Die Aktiven sind meist auf originäre immaterielle Vermögenswerte, insbesondere Ideen, beschränkt.

Die einem Venture-Capital-Fonds aus Desinvestition zufließenden Mittel werden an die Investoren ausgeschüttet, nachdem die Kosten der Fondskonstruktion und die Managemententschädigung gedeckt sind. Die laufende Managemententschädigung wird meist als Prozentsatz des investierten Fondsvermögens festgelegt. Zudem wird das Fondsmanagement an der realisierten Wertsteigerung über **Carried Interests** beteiligt. Bei einer typischen Carried-Interest-Regelung werden 20 bis 25 % der realisierten Wertsteigerung an die Fondsmanager ausgeschüttet. 75 bis 80 % der Wertsteigerung fließen an die Investoren.

Da bei diesen Fonds keine Reinvestition des freiwerdenden Kapitals erfolgt und das Fondsvolumen von Anfang an fixiert ist, endet die Lebensdauer des Fonds mit der Realisation des letzten Investments und der letzten Ausschüttung an die Investoren. Fondsmanager müssen neue Fondskonstruktionen aufbauen. **Evergreen-Fonds** existieren dagegen zeitlich unbeschränkt und schütten freiwerdendes Kapital nicht zwangsläufig aus, sondern reinvestieren es oder erhöhen das Fondsvolumen durch Kapitalerhöhungen. Dadurch müssen Fondsmanager nicht laufend neue Fonds auflegen. Den Investoren geht bei Evergreen-Fonds jedoch die automatische Verflüssigung ihrer Investition verloren. Um hierfür Ersatz zu schaffen, sind Evergreen-Fonds häufig börsenkotiert, womit ein Sekundärmarkt geschaffen wird und Investoren ihre Beteiligung am Sekundärmarkt veräußern können.

Daher sind Evergreen-Fonds in der Regel auch als Aktiengesellschaft konstituiert. Bei der Realisation ihrer Investition in Evergreen-Fonds sehen sich die Investoren jedoch häufig dem Problem gegenüber, dass der Börsenkurs unter dem *inneren Wert* oder *Net Asset Value (NAV)* des Fondsanteils bzw. der Aktie liegt. Sie können daher unter Umständen nicht immer vollständig an der tatsächlichen Wertsteigerung partizipieren. Die inneren Werte werden auf der Basis der Richtlinien von Venture Economics und der European Venture Capital Association (EVCA) errechnet; sie hängen von den zugrunde liegenden Bewertungsannahmen ab.

12 Unternehmensnachfolge

12.1 Nachfolgeregelung als Führungsaufgabe

Die schweizerische Volkswirtschaft ist geprägt durch die Dominanz von Klein- und Mittelunternehmen, vor allem von den rund 607 820 Klein- und Mittelunternehmen (KMU) mit 0 bis 9 Beschäftigten. Auf die Mikrounternehmen entfallen nicht weniger als 89 % aller erfassten Unternehmen.¹⁷⁷

Rechtlich handelt es sich im Allgemeinen um Einzelunternehmen, Personengesellschaften und vor allem auch um Einpersonen-AG und GmbH.¹⁷⁸ Unternehmens- und Unternehmensführung sind oft in einer Person vereinigt. Zieht sich der Unternehmer zurück, wirft die Nachfolge wegen der überschaubaren wirtschaftlichen Verhältnisse in der Regel keine besonderen Probleme auf. Entweder findet sich ein Nachfolger oder das Unternehmen wird ohne negative Auswirkungen über den engeren Geschäftskreis hinaus liquidiert. Mit dem Unternehmenssteuerreformgesetz II wird die Aufgabe eines Geschäfts seit 2011 durch eine tiefere Besteuerung des Liquidationsgewinns bei Personengesellschaften erleichtert. Wird kein Nachfolger gefunden, ist dies im Normalfall auf die ungünstigen Zukunftsaussichten der betreffenden Branche (z. B. Textilindustrie) oder von kleingewerblichen Betrieben wie in der Lebensmittelbranche oder im Detailhandel zurückzuführen.

Die Tendenz in der Schweiz ist, dass die Nachfolgeproblematik ausgesprochen hoch ist. So suchen ungefähr 98 000 KMU in den nächsten fünf Jahren einen Nachfolger, was bei einem Scheitern der Nachfolge zur Liquidation führen kann.¹⁷⁹

Eine Nachfolgelösung wird in jenen Fällen schwierig, wenn wie in Dienstleistungsunternehmen der Wert des Unternehmens massgeblich von den Fähigkeiten und der Reputation des Unternehmers abhängig ist.

Die Kontinuität des Unternehmens ist dagegen aus der Sicht der verschiedenen Stakeholder, insbesondere der Arbeitnehmer und Lieferanten sowie des öffentli-

177 Bundesamt für Statistik, Wirtschaftsstruktur 2023, aktuelle Daten unter www.bfs.admin.ch.

178 AG und GmbH mit weniger als 10 Vollzeitstellen können auf die eingeschränkte Revision verzichten (OR 727a II).

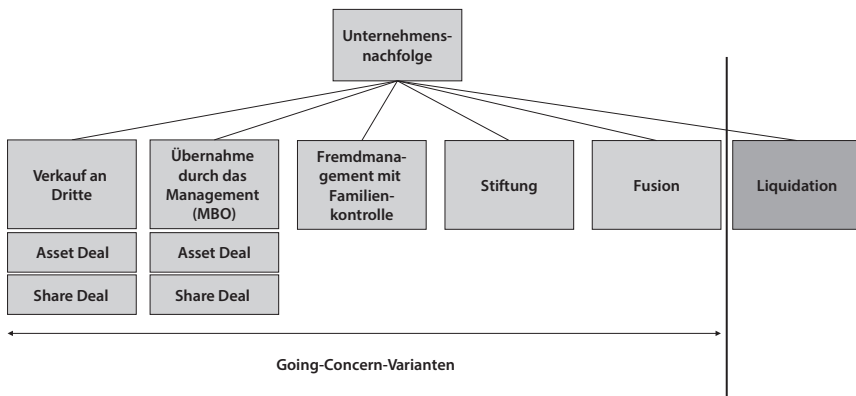
179 Raiffeisen, 94 854 Unternehmen haben ein Nachfolgeproblem, März 2023, <https://www.handelszeitung.ch/specials/nachfolgeplanung-2023/94854-schweizer-unternehmen-suchen-einen-nachfolger-585839>, abgerufen am 23.1.2024.

chen Gemeinwesens, bei kleinen (10 bis 49 Beschäftigte) und insbesondere mittelgrossen Unternehmen (50 bis 249 Beschäftigte) von Bedeutung. Kleine und mittlere Unternehmen sind häufig Familienunternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft. In Grossunternehmen (> 250 Beschäftigte) im Familienbesitz und familiendominierten Publikumsgesellschaften (sogenannte unechte Publikumsgesellschaften) sind Eigentumsverhältnisse und Geschäftsführung vielfach getrennt, was die Nachfolgeregelung insofern erleichtert, als sich Fremdmanagement mit Familienkontrolle verbinden lässt.

Die Bedeutung der Nachfolgeregelung zeigt sich auch aus Beobachtungen in der Praxis. Familienunternehmen können sich nur ausnahmsweise auch noch in dritter oder gar vierter Generation erfolgreich behaupten.¹⁸⁰ Es ist deshalb auch aus der Sicht der Stakeholder wichtig, dass eine Nachfolgeplanung frühzeitig und zielstrebig aufgenommen wird.

Das Familienunternehmen steht bei der Nachfolgeregelung vor einer der beiden folgenden Ausgangslagen:

- Der Unternehmer hat in der Familie Nachkommen als geeignete Nachfolger für die operative Leitung. Bei der familieninternen Nachfolge gehen mit entsprechenden ehe- und erbrechtlichen Massnahmen Unternehmensvermögen und unternehmerisches Engagement vom Seniorunternehmer auf den oder die Nachkommen über.
- Der Unternehmer verfügt im Kreis der Familie über keinen Nachfolger. Dann ist ein Nachfolger ausserhalb des Unternehmens zu suchen.



Dar. 21: Unternehmensnachfolge ausserhalb der Familie

180 ATAG Praxis 2/1995, Vorwort. Dies bringt auch der Denkspruch über Familienunternehmen zum Ausdruck: »Der Vater erstellt's, der Sohn erhält's, beim Enkel zerfällt's.« Eine solche Ausnahme ist der 1860 als Giesserei gegründete, heute als erfolgreicher Anlagebauer für die Lebensmittelindustrie tätige Bühler-Konzern (Uzwil), welcher sich immer noch ausschliesslich im Familienbesitz befindet.

Beim Verkauf stehen zwei Varianten zur Verfügung:

Variante 1: Asset Deal

Beim **Asset Deal (Purchase of Assets)** übernimmt der Käufer **nicht die Gesellschaft**, verkörpert durch die Aktien, sondern die mit der betrieblichen Tätigkeit verbundenen Aktiven und Verbindlichkeiten des Unternehmens. Dies hat **keine** Gesamtrechtsnachfolge als Konsequenz.

Vereinfacht wird der Asset Deal deshalb auch im Gegensatz zum Gesellschaftskauf als Betriebskauf bezeichnet. Es ist auf diese Weise möglich, Vermögenswerte mit einer »negativen Vergangenheit« oder nicht erkennbaren Risiken in der »alten« Gesellschaft, bzw. beim Verkäufer, zurückzulassen, z. B. latente Risiken aus Steuerverfahren, Haftpflicht- und Garantieansprüchen oder nicht erkennbare Umweltschaden. Für den Erwerb von Aktiven und Verbindlichkeiten gibt es zwei rechtliche Verfahren.

Eine **Singularsukzession** (Einzelrechtsnachfolge) liegt vor, wenn für alle übernommenen materiellen und immateriellen Vermögenswerte und Verpflichtungen einzeln die obligationenrechtlichen und sachenrechtlichen Bestimmungen (besondere Formerfordernisse) für die rechtsgültige Übertragung auf den Käufer eingehalten werden müssen. Der Übertragungsvorgang ist bei grösseren Übernahmen deshalb aufwendig. Der Verkauf von einzelnen Aktiven führt beim Verkäufer häufig zu einer steuerbaren Realisierung von stillen Reserven, was zu höheren Einkommens- oder Gewinnsteuerfolgen führen kann.

Mit dem FusG 69 bis 77 wurde als einfachere Variante als neues Rechtsinstrument die **Vermögensübertragung** durch partielle Universalsukzession eingeführt. Im Handelsregister eingetragene Unternehmen können ihr Vermögen oder Teile davon durch einen einheitlichen Akt, gestützt auf ein Inventar mit einem Aktivenüberschuss, auf einen anderen Rechtsträger übertragen.¹⁸¹ Trotz der Vorteile, welche die Vermögensübertragung nach FusG bietet, wird das Verfahren in der Praxis nur selten eingesetzt, weil nach FusG 73 in Verbindung mit HRegV 138 der Übertragungsvertrag samt Inventar dem Handelsregister einzureichen ist und somit offengelegt wird. Negativ wird auch die solidarische Haftung des übertragenden Unternehmens für alle übertragenen Schulden beurteilt (FusG 75). Rechtliche Unsicherheiten bestehen ferner bezüglich des Übergangs von Dauerschuldverhältnissen, wie langfristige Liefer- oder Lizenzverträge.¹⁸²

Die *steuerlichen Aspekte* des Asset Deals betreffen sowohl die direkten Steuern wie auch die Mehrwertsteuer (MwStG 38). Grundsätzlich unterliegt die Übertragung eines Personenunternehmens der Mehrwertsteuer.¹⁸³ In Bezug auf die di-

181 Von der Crone, H. C. et al.: Das Fusionsgesetz, Zürich 2004, S. 324.

182 Druey, J. N.: Gesellschaft s- und Handelsrecht, Zürich 2010, S. 309.

183 Einzelheiten siehe: Honauer, N et al: Handbuch zum Mehrwertsteuergesetz (MwStG),

rekten Steuern ist der Asset Deal aus steuerlichen Überlegungen für den Verkäufer unvorteilhaft, weil die beim Verkauf realisierten stillen Reserven keinen steuerfreien Kapitalgewinn darstellen. Die Ausschüttung des Verkaufserlöses hat Einkommenssteuern und nicht zu unterschätzende Sozialversicherungsabgaben zur Folge.

Variante 2: Share Deal

Gegenstand eines **Share Deals (Purchase of Shares)** ist der Kauf von Aktien der Zielgesellschaft, welche dem Erwerber die damit verbundenen Vermögens- und Mitwirkungsrechte zur Kontrolle der Gesellschaft vermitteln. Dies stellt eine Gesamtrechtsnachfolge sicher.

Der Share Deal ist die häufigste Variante der Unternehmensnachfolge von Kapitalgesellschaften. Die mit der Übertragung von GmbH-Anteilen zusammenhängenden Fragen werden hier nicht dargestellt, sind aber jenen der Aktiengesellschaft ähnlich. In der Aktiengesellschaft hängt der Erwerbsvorgang von der Art der Aktien – Inhaberaktien, gewöhnliche oder vinkulierte Namenaktien – sowie von der Ausgestaltung als Wertpapiere oder als Bucheffekten (Wertrechte) ab. Es ist nicht selten, dass als Voraussetzung für den rechtsgültigen Erwerb von vinkulierten Namenaktien von privaten nicht börsenkotierten Aktiengesellschaften eine Änderung der Statuten erforderlich ist (z. B. Aufhebung einer Stimmrechtsbeschränkung).

Die steuerlichen Aspekte werden auf zu einem späteren Zeitpunkt ausführlich behandelt.¹⁸⁴

Wichtig ist, dass der Nachfolgeprozess frühzeitig und unter Einbezug aller davon betroffenen Familienmitglieder eingeleitet wird. Die Nachfolgeplanung in Familienunternehmen umfasst stets eine sorgfältige Vermögens- und Erbschaftsplanung. Dabei ist vor allem auch die Möglichkeit zur Vereinbarung einer Leib- oder Zeitrente zu Gunsten des Verkäufers zu beachten. In der Startphase der Nachfolgeregelung ist es unerlässlich, Privatvermögen und Geschäftsvermögen klar zu trennen und die verschiedenen erbrechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten zu prüfen.

Besondere Probleme ergeben sich, wenn bei einer Nachfolgeregelung in der zweiten oder dritten Generation unter den beteiligten Familienstämmen Meinungsverschiedenheiten entstehen, z. B. bezüglich der Eignung der vorgesehenen Nachfolger oder über einen Verkauf.¹⁸⁵ In grösseren Familienunternehmen ist es

Bern 2023. Zweifel, M. et al.: Kommentar zum schweizerischen Steuerrecht: Bundesgesetz über die Mehrwertsteuer, Basel 2015.

184 Simonek, M. et al.: Unternehmensrecht II, Zürich 2009, S. 163 ff.

185 Fopp, L.: Herausforderung Unternehmensnachfolge, Zürich 2004, S. 193, zitiert Erfahrungswerte, wonach bei Firmenübergaben von der zweiten zur dritten Generation nur noch 10 % erfolgreich sind.

deshalb hilfreich, durch vereinbarte Familienstrukturen (Family Governance) die Nachfolge geordnet zu regeln.¹⁸⁶

12.2 Optionen der Nachfolgetransaktion

Kontinuität des Unternehmens ist das Ziel jeder Nachfolgeregelung. Diese umfasst einerseits die Nachfolge in der Führung (Geschäftsleitung, Verwaltungsrat) und in den Eigentumsverhältnissen, in Aktiengesellschaften die Zusammensetzung des Aktionariats. Sowohl für die operativen wie die finanziellen Aspekte bestehen im Allgemeinen verschiedene Optionen, welche auf ihre Vor- und Nachteile zu überprüfen sind. Für die definitive Entscheidungsfindung sind zwei für die Beteiligten akzeptable Optionen ausführlich auszuarbeiten. Selbst im Idealfall einer ausschließlich familieninternen Nachfolge sind bei der Entscheidung zur Vermeidung von erb-, aktien- und steuerrechtlichen Stolpersteinen rechtzeitig die Dienste von unabhängigen Beratern in Anspruch zu nehmen. In komplexen Nachfolgefällen kann es sich lohnen, die Vorschläge eines Beraters durch eine Zweitmeinung (Second Opinion) überprüfen zu lassen. Der Nachfolgeprozess verläuft wegen der ungleichen Voraussetzungen wie Nachkommen, Pläne und Ambitionen der Schlüsselpersonen, finanzielle Verhältnisse usw. unterschiedlich ab. Trotzdem lässt sich folgendes Ablaufmuster erkennen:

- Initialisierung: Startphase mit der Grundsatzdiskussion.
- Festlegung der Optionen, gegebenenfalls Suche nach potenziellen Käufern.
- Vorbereitende Massnahmen zur Abwicklung, z. B. Umstrukturierung in der Firmengruppe, guter- und erbrechtliche Vermögensplanung, stufenweise Information.
- Entscheid: Vertragsgestaltung und Vertragsabschluss: Verpflichtungsgeschäft (**Signing**).
- Umsetzung: Verfügungsgeschäft (**Closing**): Vollzug der Eigentumsübertragungen, Einsetzung der neuen Führung.

12.2.1 Familieninterne Unternehmensnachfolge

Ein Nachkomme übernimmt als verantwortlicher Unternehmer die operative Geschäftsführung und die finanzielle Kontrolle des Unternehmens vollständig oder mehrheitlich. Sie wird auch als Family-Buy-Out bezeichnet. Diese Variante gewährleistet das Ziel der Unternehmenskontinuität am besten, sofern der Nachfolger über die erforderliche Fach- und Sozialkompetenz verfügt. Hat der designierte Nachfolger Geschwister und soll einer der Nachkommen allein die Nachfolge über-

¹⁸⁶ Prager, Th./Bhend-Ruthishauser, J.: Sechs Schritte zur Family Governance, in: ST 1-2/2008, S. 65 ff.

nehmen, sind besondere Massnahmen zum Schutz der erbrechtlichen Ansprüche der nicht im Unternehmen tätigen Geschwister erforderlich.¹⁸⁷ In der Praxis zählt diese Nachfolgeform zu den häufigsten. Insbesondere die damit verbundenen Emotionen sind zu beachten und können bei kleineren Verhältnissen eine grosser Herausforderung darstellen.

Müssen Erbberechtigte im gesetzlichen Rahmen ausbezahlt werden, darf dabei nicht die für die weitere Entwicklung notwendige Substanz durch Kapitalentnahmen geschmälert werden. Die für die Abfindung der ausscheidenden Familienmitglieder benötigten Mittel sollten aus dem Erlös von nicht betriebsnotwendigen Aktiven oder aus dem Privatvermögen des Unternehmers bereitgestellt werden. Konflikte entstehen, wenn familieninterne Minderheitsaktionäre weiterhin beteiligt bleiben, später über die strategische und operative Führung grundlegende Meinungsverschiedenheiten auftreten und Familienzwickigkeiten betriebswirtschaftlich zweckmässige Lösungen erschweren oder gar verhindern.

Bei der familieninternen Nachfolge können die Nachkommen erfahrungsgemäss das Unternehmen zu vorteilhaften Bedingungen übernehmen, weil aus der Sicht der Beteiligten die Unternehmenskontinuität ein finanzielles Entgegenkommen bei der Festsetzung des Kaufpreises rechtfertigt (sogeannter Family-Discount zum Unternehmenswert). In Ausnahmefällen kann die Übertragung der Beteiligungsrechte ganz oder teilweise durch Schenkung erfolgen. Schenkungssteuern sind kantonal geregelt, wobei jedoch in den meisten Kantonen für direkte Nachkommen eine Steuerpflicht entfällt. Fachleute raten jedoch davon ab, auch familieninternen Nachfolgern das Unternehmen zu schenken, etwa mit der Begründung, diese würden es ja ohnehin erben. Die Erfahrung zeigt, dass mit bezahlten Vermögenswerten sorgfältiger umgegangen wird als mit geschenkten, was das unternehmerische Engagement erhöht und ein stärkeres Kostenbewusstsein auslöst.

Für den bisherigen Unternehmenseigentümer spielt neben der Sicherung des Lebenswerkes und der Erzielung eines angemessenen Verkaufspreises auch eine möglichst steuerlich vorteilhafte Nachfolgeregelung eine nicht zu unterschätzende Rolle. Bei den folgenden Ausführungen wird angenommen, dass die Nachfolgeregelung eine Kapitalgesellschaft zum Gegenstand hat und nicht ein Personenunternehmen mit Aktiven und Passiven übergeben wird (Asset Deal). Bei einer Kapitalgesellschaft, welche durch den Verkauf von Beteiligungsrechten übertragen wird (Share Deal), kann der Gewinn als Kapitalgewinn aus der Veräusserung von Privatvermögen grundsätzlich steuerfrei erzielt werden (DBG 16 III). Deshalb sollten Einzelunternehmen, Kollektiv- und Kommanditgesellschaften vor einer Nachfolgeregelung steuerfrei in eine Kapitalgesellschaft umgewandelt werden. Dabei ist jedoch zu beachten, dass in diesem Fall die steuerfreie Veräusserung von Beteiligungsrechten erst nach Ablauf von fünf Jahren möglich ist (DBG 19 II). Die besonderen steuerrechtlichen Aspekte eines Erwerbs über eine zu diesem Zweck

187 Ehrat, F./Frey, Th.: Nachfolgeplanung aus ehgüter- und erbrechtlicher Sicht, in: ST 5/2007, S. 328 ff. Guillaume, F.: Aspects successoraux de la transmission d'une entreprise a un descendant, in: ST 5/2007, S. 334 ff.

gegründete Akquisitionsgesellschaft (Übernahmeholding) sind in nachfolgenden Kapiteln dargestellt. Sowohl beim Asset Deal wie beim Share Deal sind auch die Vorschriften der Mehrwertsteuer zu beachten (MwStG 38 I b, 21 II Ziff. 19 e, 29 II).

12.2.2 Familieninterne Geschäftsführungsnachfolge

Ein Nachkomme übernimmt die operative Geschäftsführung, die finanzielle Kontrolle bleibt vollständig oder mehrheitlich bei den Familienmitgliedern. Führung und Unternehmenskontrolle werden somit getrennt. Das geschäftsführende Familienmitglied ist somit nur Minderheitsaktionär oder bei der Variante Einbringung des gesamten Aktienkapitals in eine Familienholding überhaupt nicht mehr direkt mitbestimmender Aktionär. Die Rechte und Pflichten der an der Aktiengesellschaft beteiligten Familienmitglieder sind in einem Aktionärsbindungs- bzw. Poolvertrag zu regeln, welcher mit den Gesellschaftsstatuten ein zusammenpassendes Regelwerk bilden soll.¹⁸⁸

12.2.3 Fremdmanagement mit Familienkontrolle

Ist kein Nachkomme aus der Familie fähig oder bereit, die operative Geschäftsführung zu übernehmen, können die Aktien weiterhin vollständig oder mehrheitlich von der Familie gehalten und die Geschäftsführung einem familienfremden Manager übertragen werden. Die Familie zieht sich auf die Position des Aktionärs ohne Führungsverantwortung zurück. Dies setzt jedoch eine Unternehmensgröße voraus, welche für einen qualifizierten Manager attraktiv ist (insbesondere auch in Bezug auf die Entlohnung). Nachteil dieser Variante ist aus der Sicht der Unternehmensleitung das Risiko, dass sich die Familienaktionäre nicht auf die Aufsichtsfunktion im Verwaltungsrat beschränken und sich in die operative Geschäftsführung einmischen. Als Vorteil dieser Variante ist zu erwähnen, dass diese eine spätere familieninterne Nachfolge nicht präjudiziert und ein externes Management neue operative und strategische Impulse auslösen kann.

12.2.4 Verkauf an Dritte

Die Variante Verkauf bietet den Vorteil, dass mögliche Konflikte zwischen den Interessen der Eigentümerfamilie und jenen des Unternehmens vermieden werden. Zudem kann der Käufer häufig das Entwicklungspotenzial besser nutzen (Synergieeffekte). Negativ können sich die mit dem Verkauf an Dritte verbundenen Änderungen im Management und der Unternehmensstrategie ausgelösten Verunsicherungen der Stakeholder auswirken. Der Verkauf an Dritte erfordert eine

188 Haab, D.: Der Aktionärsbindungsvertrag: Vereinbarung zur Ergänzung des Aktienrechts und Mittel für eine massgeschneiderte Nachfolgeregelung, in: ST 5/2007, S. 383 ff.

umfassende Planung. Dabei ist zu beachten, dass die entsprechenden Phasen ohne Zeitdruck durchgeführt werden. Verhandlungen unter Zeitdruck stärken gemäss Erfahrung die Stellung des Käufers. Vom Start bis zum Abschluss rechnen professionelle Berater mit einem Zeitbedarf von mindestens fünf Monaten.

Weil Unternehmensverkäufe häufig im Rahmen der Konzernstrategie (Desinvestition) vorkommen, werden die Einzelheiten des Verkaufsprozesses später dargestellt. Wenn die Unternehmerfamilie bereit ist, sich vom Unternehmen zu trennen, sind vier Optionen möglich, wobei die beiden rechtlichen Varianten des Verkaufs Asset Deal oder Share Deal im Kapitel 12.1 dargestellt worden sind. Die vier Varianten sind:

(1) Verkauf an Finanzinvestoren

Beteiligungsgesellschaften (Private Equity) sind in der Regel nicht an der Unternehmenskontinuität, sondern an einem Kapitalgewinn interessiert, den sie durch den Verkauf an einen strategisch interessierten Partner oder durch eine Publikumsöffnung (IPO) kurz- bis mittelfristig realisieren. Sie setzen deshalb ein professionelles, ausgeprägt shareholderorientiertes Management ein, welches meistens einen Bruch mit der von der Familie gepflegten Unternehmungskultur bedeutet. Für die Unternehmensnachfolge ist wichtig, dass Beteiligungsgesellschaften in der Regel nicht 100 Prozent der Gesellschaft übernehmen. Für eine 100 %-ige Desinvestition ist deshalb noch eine Lösung für das Minderheitspaket zu finden.

(2) Verkauf an einen industriellen Partner

Für die nachhaltige Zukunftssicherung des Unternehmens ist deshalb der Verkauf an einen industriellen, am Knowhow, an den Marken oder Marktanteilen interessierten Partner die zweckmässige Lösung. Die Erfahrung zeigt, dass bei einem Verkauf an einen strategischen Partner aus der gleichen oder einer verwandten Branche im Vergleich zu allen anderen Varianten der höchste Verkaufspreis zu erzielen ist (Synergieprämie).¹⁸⁹ Bei kleineren Unternehmen kommt es hin und wieder vor, dass ein industrieller Kaufinteressent an einer Übernahme von bestimmten operativen Aktiven interessiert ist, weil er in diesem Fall, anders als bei einem Share Deal, steuerliches Abschreibungssubstrat erhält, insbesondere bei den erworbenen immateriellen Werten.¹⁹⁰

(3) Management-Buy-out (MBO)

In mittelgrossen Familienunternehmen ist der Verkauf an die im Unternehmen tätigen leitenden Mitarbeiter häufig eine ideale Lösung, gewährleistet diese doch am ehesten die Kontinuität. Der MBO wird ausführlich im folgenden

189 Fopp, L.: Herausforderung Unternehmensnachfolge, Zürich 2004, S. 200.

190 Beim Share Deal wird eine Beteiligung erworben, welche nur bei einer nachgewiesenen, anhaltenden Wertverminderung abgeschrieben werden kann. Schenker, U.: Die Besteuerung von Privatpersonen beim Verkauf von Beteiligungen, in: Mergers & Acquisitions, Zürich 2007, S. 214.

Kapital behandelt. Beim MBO wird wie auch bei einer familieninternen Lösung die Nachfolge durch einen schrittweisen Verkauf der Beteiligungsrechte erleichtert. Auf diese Weise kann die finanzielle Belastung für den Käufer tragbar bleiben. Ein schrittweiser Verkauf ermöglicht auch die sukzessive Übergabe der Führungsverantwortung. Zentrales Entscheidungskriterium für ein MBO ist aus Sicht der erwerbenden Manager die Tragbarkeit der finanziellen Belastung.

(4) Management-Buy-in (MBI)

Ein unternehmensfremder Manager oder ein Management-Team erwirbt die Firma, wobei allerdings zu beachten ist, dass die Kontinuität im Vergleich zum MBO schwächer ist und die mit dem Eigentümerwechsel verbundenen Unsicherheiten für die Stakeholder (vor allem Lieferanten und Kunden) grösser sind.

12.2.5 Unternehmensstiftung

Die Errichtung einer Unternehmensstiftung, in der Regel als Holdingstiftung, ist eine Ausnahmelösung. Damit will der Unternehmer die Weiterführung des Unternehmens in seinem Sinn und Geist weitgehend sichern und verhindern, dass dieses von seinen Nachfolgern nach anderen Zielen ausgerichtet wird.

12.2.6 Fusion

Als Alternative zu einem Verkauf kann auch ein Zusammenschluss mit einem anderen, vorzugsweise der gleichen Branche angehörigen Unternehmen auf dem Weg der Fusion geprüft werden. Wenn die übernehmende Gesellschaft über die entsprechende Managementkapazität verfügt, wird die operative Nachfolge gelöst und die Familie bleibt weiterhin an der durch Fusion entstandenen Gesellschaft beteiligt. Ist die übernehmende Gesellschaft börsennotiert, können sich die Familienmitglieder durch Verkauf der Aktien an der Börse jederzeit flüssige Mittel beschaffen. Die Liquidation als Option ist nur für Mikrounternehmen realistisch.

12.3 Fallbeispiel: Nachfolgeregelung der EMS-Chemie

In KMU können die Ursachen für den Erfolg oder Misserfolg der beschlossenen Nachfolgeregelung von Aussenstehenden nicht beurteilt werden. Diese stellen sich ohnehin im Allgemeinen erst nach Ablauf einer längeren Zeitspanne ein. Das Gelingen oder Mislingen eines MBO lassen sich nur in Unternehmen beobachten, welche aufgrund der Börsennotierung nach dem Prinzip des True and Fair View öffentlich Rechnung ablegen. Dies ist der Fall für die EMS-Chemie, welche 1983 und 2003 Nachfolgeprobleme zu lösen hatte. Dank der ausführlichen Medienberichter-

stattung und der komplexen jedoch erfolgreichen Problemlösung können diese als Leading Case betrachtet werden.

12.3.1 Phase 1: Nachfolgeregelung MBO

1936 wurde die HOVAG, Domat/EMS (später Emser Werke AG) mit staatlicher Unterstützung zur Herstellung von Ersatztreibstoffen auf Initiative von Dr. sc. tech. W. Oswald gegründet. Das Aktienkapital von ursprünglich CHF 0.6 Mio. wurde im Zusammenhang mit dem Auf- und Ausbau des Unternehmens wiederholt erhöht. In den 1950er Jahren erwies sich der Übergang von der kriegswirtschaftlichen Produktion zum Chemiewerk (Düngemittel, Kunststoffe) vor allem in finanzieller Hinsicht als beschwerlich. Rentabel war lediglich die weltweite Verwertung des Knowhows im Anlagebau. In den 1960er Jahren wurden die Produktionspalette erweitert, eigene Kraftwerke zur Sicherung der Energieversorgung errichtet und im Hinblick auf eine spätere Expansion grosse Landreserven erworben. 1962 wurde als Beteiligungs- und Finanzierungsgesellschaft die Chemie Holding EMS gegründet (mit einem Aktienkapital von CHF 21 Mio., eingeteilt in 63 000 Namenaktien zu CHF 100 und 29 400 Inhaberaktien zu CHF 500) und die Aktien im Handel an der Zürcher Vorbörse eingeführt.

Ausserbörslich wurden die Namen- und Inhaberaktien des Stammhauses Emser Werke (Aktienkapital 1964 CHF 15 Mio., eingeteilt in 45 000 Namenaktien von nom. CHF 100 und 21 000 Inhaberaktien von nom. CHF 500) weiterhin gehandelt. Eine zuverlässige Bewertung der Aktien durch den Markt war allerdings wegen der völlig ungenügenden, auf die gesetzlichen Mindestanforderungen beschränkten Informationspolitik erheblich erschwert, weshalb 1964 ein Urteil über den Börsenwert der Emser Werke von CHF 107 Mio. und der Holding von CHF 124 Mio. nicht möglich war. Die Börsenkursentwicklung war in den 1960er-Jahren sehr volatil. Dank der Stimmrechtsaktien in beiden Gesellschaften kontrollierte die Familie Oswald den EMS-Konzern bis zum Ausscheiden eines Familienaktionärs, der seine Aktien wegen Meinungsverschiedenheiten in der Unternehmungsführung an den französischen Michelin-Konzern verkauft hatte.¹⁹¹ Der Öffentlichkeit waren die veränderten Kontrollverhältnisse aufgrund der damaligen rechtlichen Vorschriften nicht bekannt.¹⁹² In den 1970er-Jahren verschlechterte sich die Ertragslage deutlich, was dem Finanzmarkt jedoch verschleiert wurde.

1972 übernahm der bisherige Generalsekretar Dr. Christoph Blocher im Auftrag der Familienaktionäre das Direktionspräsidium. 1978 wurden die verschiedenen Konzerngesellschaften zwecks organisatorischer Straffung auf Druck der kreditgebenden Banken unter dem Dach der Chemie Holding EMS zusammengefasst, indem die Aktien der Emser Werke in jene der Chemie Holding EMS umgetauscht worden sind. Nach dem Tod des Firmengründers 1979 verloren die Familienaktionäre das

191 Lüond, K.: Erfolg als Auftrag, Bern 2011, S. 49.

192 aOR 663c war erst seit 1991 in Kraft.

Interesse am Unternehmen und beauftragten in der Folge den CEO, Kaufinteressenten zu suchen. An der Börse zirkulierten wiederholt gerüchteweise die Namen von verschiedenen Übernahmeinteressenten aus der Branche. Ernsthaftes Kaufinteresse zeigte jedoch nur der General Electric Konzern. CEO Dr. Blocher stellte jedoch fest, dass dieser weniger an der Produktion als an den Marktanteilen und den wertvollen Patenten interessiert war, weshalb eine Schliessung oder mindestens ein starker Abbau der Produktionsstätten in der Schweiz befürchtet werden musste. Im Interesse der Erhaltung der Arbeitsplätze des Produktionsstandortes Schweiz entschloss sich Dr. Blocher 1983 zu einem MBO. Im Zeitpunkt des MBO hatte die EMS-Chemie-Holding ein Aktienkapital von CHF 70 Mio., eingeteilt in 250 000 Namenaktien zu CHF 100 und 90 000 Inhaberaktien zu CHF 500. Die Namenaktien wurden nicht gehandelt, sodass der Börsenwert von CHF 125 Mio. für den Konzern eine Schätzung darstellte. Dr. Blocher übernahm die Oswald Holding AG, welche die EMS-Aktien der Familie Oswald und weitere kleine Beteiligungen umfasste. In einem zweiten Schritt übernahm Dr. Blocher die Aktien von Francois Michelin und erhielt dadurch die Stimmenmehrheit, aber bei weitem nicht die Mehrheit des Kapitals.¹⁹³ Die Oswald Holding AG wurde in ERESTA AG umbenannt. Das Motiv der Familie zum Verkauf über einen MBO war eindeutig der »Erhalt des Lebenswerkes unseres Vaters« und nicht etwa die Erzielung eines möglichst hohen Verkaufserlöses. Über den bezahlten Kaufpreis besteht auch heute noch keine Klarheit.¹⁹⁴ Die Finanzierung des Kaufpreises erfolgte zu 90 % durch ein Bankenkonsortium unter der Führung der damaligen Schweizerischen Bankgesellschaft (heute UBS).¹⁹⁵ Das Bankdarlehen war marktkonform zu 6,5 % zu verzinsen (damalige Rendite der Bundesobligationen 4,5 %), wobei für die ersten beiden Jahre der Zins aufgeschoben wurde. Als Sicherheit für das Bankdarlehen mussten vom Käufer sämtliche erworbene EMS-Aktien verpfändet werden. Überdies war ein Teil des Bankkredites als partiarisches Darlehen gestaltet. Bei einem Verkauf innert zwei Jahren hatte die Bank 50 % und die Familie Oswald 33 1/3 % des Gewinnes erhalten. Nachdem der Turnaround des EMS-Konzerns vom Management schon eingeleitet war, konnten die Gewinnberechtigten nach einem erfolgreichen Abschluss der Umstrukturierung mit einem gewinnbringenden Weiterverkauf des Konzerns rechnen. Der MBO von EMS war jedoch entgegen der Annahme der Banken keine Übergangslösung. Der unternehmerische Erfolg des neuen Mehrheitsaktionärs Blocher stellte sich bald ein und war nachhaltig.

Aus dem EMS-MBO als Nachfolgeregelung lassen sich als Fazit folgende Erfolgsfaktoren ableiten:

193 Lüond, K.: Erfolg als Auftrag, Bern 2011, S. 50.

194 Gemäss schriftlicher Mitteilung von Dr. Ch. Blocher vom 28.3.2011 wurde über den Kaufpreis für die Oswald Holding und damit indirekt über die EMS-Chemie-Holding Stillschweigen vereinbart.

195 Lüond, K.: Erfolg als Auftrag, Bern 2011, S. 55, 57 und 63. Zur Beschaffung der Eigenmittel wurde das private Wohnhaus in Meilen als Sicherheit für den Bankkredit bis unters Dach mit Hypotheken belastet.

- Vertiefte Kenntnisse über alle Stärken und Schwächen der Firmengruppe beim Erwerber aus seiner Führungserfahrung als langjähriger CEO.
- Zielstrebige und rasche Umsetzung der eingeleiteten Turnaround-Massnahmen dank der klaren Mehrheitsverhältnisse nach dem MBO.
- Die konjunkturellen Rahmenbedingungen: Der auf die Rezession 1982 im Zeitpunkt der Firmenübernahme einsetzende markante konjunkturelle Aufschwung hat den Um- und Ausbau des Konzerns wesentlich erleichtert. Hätte die Rezession länger angedauert, wäre der Käufer bei der Restrukturierung vermutlich auf nicht zu unterschätzende Schwierigkeiten gestossen.
- Die Börsenkotierung der Gesellschaft, welche Gegenstand des MBO bildete, war für den Käufer ein Vorteil. Börsenkotierte Aktien eignen sich besser als Kredit-sicherheit und erleichtern bei einem späteren Eigenkapitalbedarf die Platzierung von Aktien auf dem Finanzmarkt.
- Gute Börsenstimmung, ausgelöst durch den Konjunkturaufschwung ab 1983, was zu einem markanten Kursanstieg der EMS-Aktien von tiefst CHF 464 (1983) auf höchst CHF 1 012 (1984) und CHF 3 616 (1985) geführt hat.
- Freisetzung von beträchtlichen Mitteln für den Konzernausbau (z. B. durch Firmenübernahmen) durch Veräusserung von nicht betriebsnotwendigen Aktien.

12.3.2 Phase 2: Familieninterne Unternehmensnachfolge

Dank der Konzentration auf Spezialitäten mit hoher Wertschöpfung, verbunden mit einer rigorosen Kostenkontrolle und laufender Straffung des Produktsortimentes zur Stärkung der Konjunkturresistenz, konnte EMS nach dem MBO die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage laufend verbessern. Die Börsenkapitalisierung erhöhte sich von 1984 bis 1993 von CHF 178 Mio. auf CHF 2 885 Mio.¹⁹⁶ Dazu leistete auch das fortschrittliche Finanzmanagement durch Einsatz innovativer Finanzinstrumente, insbesondere in der Ausschüttungspolitik mit Gratisoptionen, COTO, Nennwertrückzahlungen, Aktienruckkäufe, Umwandlung der PS in Aktien, Schaffung einer Einheitsnamenaktie sowie Aktiensplit einen wesentlichen Beitrag.

Um die Jahrhundertwende wurden erste Schritte zur Nachfolgeregelung eingeleitet. Die frühzeitige Abklärung der damit verbundenen Aspekte war nicht zuletzt auch deshalb wichtig, weil alle vier Nachkommen (Magdalena, Markus, Miriam und Rahel Blocher) aufgrund ihrer fachlichen Ausbildung auf die Übernahme von Führungsaufgaben vorbereitet waren, nach Auffassung des Vaters jedoch nicht alle in der EMS-Gruppe beschäftigt werden konnten.¹⁹⁷ Seit 2001 ist die älteste Tochter Magdalena Martullo-Blocher als exekutive VR-Vizepräsidentin bei EMS tätig.

196 Aktienführer Schweizerische Bankgesellschaft 1988/89, S. 135. Geschäftsbericht EMS-Chemie 1994/95, S. 4.

197 Interview Dr. Blocher über seine Rolle als Lonza Grossaktionär, seine Nachfolge und die

Erste Stufe: Planung der Unternehmensnachfolge

Im Gegensatz zum klassischen Familienunternehmen musste EMS als börsenkotierte Gesellschaft bei der Nachfolgeplanung auch die Interessen der Minderheitsaktionäre beachten.

Drei Optionen wurden geprüft.¹⁹⁸

Option 1: Going Private

Im Rahmen der Nachfolgeregelung wird den Minderheitsaktionären, welche 28 % des Kapitals halten, ein Übernahmeangebot unterbreitet. Die EMS-Chemie wurde damit eine private Familienaktiengesellschaft. Für die Übernahme musste rund CHF 1 Mrd. aufgebracht werden. Wenn in der Zukunft der Kapitalbedarf des Konzerns die finanziellen Mittel der Familie übersteigt, wäre bei dieser Variante eine erneute Finanzierung über den Kapitalmarkt nicht mehr möglich, was aus Unternehmenssicht als nachteilig beurteilt wurde. Die Vorteile des Going Private wurden in der Vereinfachung der Corporate Governance und dem Wegfall der mit einem grossen Aufwand verbundenen detaillierten Informationspflichten einer börsenkotierten Gesellschaft, z. B. IFRS-Rechnungslegung, Börsenmeldepflichten betrachtet.

Option 2: Re-IPO

Umwandlung von EMS-Chemie in eine echte Publikumsgesellschaft. Platzierung von zusätzlichen Aktien aus dem Familienbesitz an der Börse zur Erhöhung des Free Floats auf 49 %. Die höhere Marktliquidität der Aktien wurde den Familienmitgliedern den jederzeitigen Verkauf ihrer Anteile erleichtern. Die Option setzt eine gute Börsenstimmung mit angemessener Bewertung der Aktien voraus. Wegen der Unterbewertung der EMS-Aktien 2002/2003 war diese Option für den Mehrheitsaktionär unvorteilhaft.

Option 3: Hybride Lösung

Going Private, nachher bei Bedarf IPO für einzelne Konzernbereiche (z. B. EMS Dottikon). Als Zwischenschritt wurden zur Steigerung der Attraktivität der Aktie

Konjunktur. Aussage zur Beschäftigung mehrerer Nachkommen im Unternehmen: »In der Regel gibt das Streit«. Sonntagszeitung vom 17.12.2002. Als negatives Beispiel dafür kann die Nachfolgeregelung im Ringier-Konzern erwähnt werden. In der vierten Generation stritten sich wegen grundverschiedener unternehmerischer Leitbilder über Jahre hinweg die beiden Brüder, bis der ältere sich zu einer Abfindung bereit erklärt hatte. Quelle: Lüond, K.: Ringier 1833–2008, Zürich 2008, S. 390.

198 EMS-Chemie: Die Zukunft ohne Blocher, in: Cash 20.9.2002, einschliesslich Interview mit Dr. Ch. Blocher zu diesem Thema.

2003 die Umwandlung der Inhaber- in Namenaktien, die Einführung einer Einheitsnamenaktie und ein Aktiensplit (Inhaberaktien 1:50) beschlossen. Die Stimmenmehrheit blieb mit 72 % trotz Abschaffung der Stimmrechtsaktien jedoch bei der ERESTA Holding.

Zweite Stufe: Durchführung

Die Realisierung einer Nachfolgelösung wurde unerwartet aktuell mit der Ende 2003 erfolgten Wahl des VR-Präsidenten und Delegierten Ch. Blocher in den Bundesrat. Zu diesem Zeitpunkt kontrollierte er die Gruppe indirekt über die Familienholding ERESTA Zug zu 60 % und direkt zu 13 %. Als Bundesrat verzichtete Dr. Blocher von Gesetzes wegen auf die Führung der Gruppe und freiwillig auf seine EMS-Beteiligungsrechte. Es wurden zwei Optionen geprüft: Übernahme des Unternehmens durch die vier Nachkommen oder Verkauf an Dritte. Beim Entscheid wurde den Interessen des Unternehmens die Priorität eingeräumt, weshalb die Variante Verkauf an Dritte verworfen worden ist.¹⁹⁹

Die vier Nachkommen übernahmen zu gleichen Teilen die Aktien, ein Drittel als Geschenk, zwei Drittel gegen Bezahlung.²⁰⁰ 2005 wurde der Geschäftsbereich EMS-Dottikon (Feinchemikalien) in einem Spin-off in eine von EMS unabhängige selbständige börsenkotierte Unternehmung mit einem Aktienkapital von CHF 6.36 Mio. umgewandelt. Auf jede EMS-Aktie entfiel ein handelbares Bezugsrecht, wobei für 20 Bezugsrechte eine neue Aktie Dottikon ES Holding zum Nennwert von CHF 5 bezogen werden konnte. 58,9 % der Aktien wurden über die EVOLMA Holding von Dr. Markus Blocher übernommen. Mit dieser Transaktion schied er aus der EMS-Gruppe aus. 2007 reduzierte Miriam Blocher die Beteiligung an der EMS-Chemie auf 8,9 %, weil sie als selbständige Unternehmerin tätig sein wollte. Über die ERESTA Holding halten 2011 M. Martullo-Blocher, VR-Delegierte, und Rahel Blocher 61 % der Namenaktien. Weitere Beteiligungen von Familienmitgliedern liegen unter 3 % und müssen gemäss damaligen Börsengesetz nicht offengelegt werden.²⁰¹

Fazit

Erfolgsfaktoren der Nachfolgeregelung mit Nachkommen im Jahr 2003:

199 Eine radikale Lösung, in: NZZ 3, 4.1.2004.

200 Die Ehegattin verzichtete weitgehend auf ihre ehe- und erbrechtlichen Ansprüche (FuW vom 7.1.2004). Die Nachkommen mussten den Kauf der Aktien durch Bankkredite finanzieren. Deshalb sind sie für deren Verzinsung und Tilgung auf die Gewinnausschüttungen der EMS-Chemie angewiesen. Dies ist der Grund, für die überdurchschnittlich hohe Payout Ratio der EMS-Chemie, siehe Aktienführer Schweiz 2011 Verlag Finanz und Wirtschaft, Zürich 2011, S. 119.

201 Geschäftsbericht der EMS-Chemie-Holding 2010/2011, S. 64.

- Die Marktfähigkeit der Beteiligungsrechte (Börsenkotierung). Diese erleichterte die Abfindung von ausscheidungswilligen Familienangehörigen.
- Die Unternehmungsgrösse. Sie ermöglichte die Abfindung ausscheidender Familienangehöriger durch Umstrukturierung (Abspaltung von Geschäftsbereichen).
- Verzicht auf ehe- und erbrechtliche Ansprüche im Interesse der Unternehmenskontinuität.
- Überschussliquidität und hohe Eigenkapitalquote des Unternehmens. Diese ermöglichen eine grosszügige Ausschüttungspolitik zu Gunsten der Bankkredite beanspruchenden Aktienkäufer.

13 Management-Buy-out

Der **Management-Buy-out (MBO)** ist eine besondere Form des Erwerbs einer Unternehmung oder von Teilen davon, bei dem die bisherigen Mitglieder der Geschäftsleitung als Käufer auftreten.

Häufiger Anlass für einen MBO ist eine Nachfolgeregelung in einer Familienunternehmung. Auch die Ausgliederung eines Unternehmensbereiches oder einer Tochtergesellschaft aus einem Konzernverbund bietet dem Management Gelegenheit, die Kontrolle über die von ihm geleitete Unternehmung, die sogenannte **Zielgesellschaft (Target Company)**, zu übernehmen. Der MBO hat verschiedene Vorteile: Kunden und Lieferanten werden nicht durch Bekanntwerden einer Käufersuche verunsichert. Die Verbindung von Führungsverantwortung und Kapitalbeteiligung führt in der Regel zu einer Motivations- und Leistungssteigerung.

Ein Sonderfall ist der **Management-Buy-in (MBI)**. Der Erwerb der Unternehmung erfolgt nicht durch das aktuelle Management, sondern durch Führungskräfte eines anderen Unternehmens. Treten neben dem Management noch andere Mitarbeiter als Käufer auf, spricht man von einem **Employee-Buy-out (EBO)**, in Frankreich von einem *RES (Reprise de l'entreprise par les salariés)*. Der Erwerb eines grösseren Unternehmens erfordert in der Regel einen beträchtlichen Mitteleinsatz, den das Management im Allgemeinen nicht im vollen Umfang aufbringen kann. Aus diesem Grund ist die Mitwirkung von Finanzinvestoren, insbesondere Private-Equity-Gesellschaften, sowie von Banken in der Form von langfristigen Krediten unumgänglich. In besonderen Fällen lässt der Verkäufer einen Teil des Verkaufspreises in der Form eines Darlehens stehen. Sowohl ein MBO wie ein MBI erfordert vom Verkäufer in der Regel Konzessionen beim Verkaufspreis (sogenannter *Loyalty Discount*).

Erfolgt die Übernahme durch das Management mit einem geringen Eigenkapitaleinsatz und hoher Kreditbeanspruchung, liegt ein sogenannter **Leverage Management-Buy-out (LMBO)** vor. Vor allem in den USA waren in den 1980er-Jahren Eigenfinanzierung von weniger als 10 % des Kaufpreises gar nicht selten.²⁰² In

202 Als wohl extremstes Beispiel ist der LMBO der Gibson Greeting Cards zu erwähnen. Der Kaufpreis von USD 80 Mio. wurde zu USD 79 Mio. durch Bankkredite finanziert. Quelle: Milde, H.: Leveraged Buyout, in: Wirtschaftsstudium, 1/1990, S. 7.

diesem Fall trägt das Fremdkapital, in der Regel über Junk Bonds aufgenommen, in überdurchschnittlichem Ausmass die Unternehmungsrisiken. Die Anfälligkeit solcher Strukturen auf Gewinnschwankungen und Veränderungen des Zinsniveaus haben jedoch in der Folge zu einer Rückbesinnung auf tragfähigere Lösungen geführt.²⁰³

13.1 Begriff und Erscheinungsformen

Die Übernahme eines Unternehmens durch das Management kann entweder durch Kauf von Beteiligungsrechten (Share Deal) oder durch den Erwerb der das Unternehmen bildenden Aktiven und Passiven (Asset Deal) erfolgen.

13.1.1 Share Deal

Die Kontrolle eines Unternehmens in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft kann durch Kauf aller Beteiligungsrechte oder wenigstens der Mehrheit der Aktien oder GmbH-Stammanteile erworben werden. Die Besonderheiten der Übertragung von GmbH-Anteilen werden hier wegen der geringen Bedeutung bei MBO-Transaktionen nicht behandelt.

Die Kontrolle über die Aktiengesellschaft erfordert grundsätzlich die absolute Mehrheit der vertretenen Aktienstimmen (OR 703 I). Für wichtige Beschlüsse stellt OR 704 eine Doppelhürde auf, nämlich zwei Drittel der vertretenen Stimmen und die absolute Mehrheit der vertretenen Nennwerte. Zu beachten ist, dass das gesetzliche Beschluss-Quorum sich nicht wie unter dem Aktienrecht vor 1991 auf das gesamte Aktienkapital bezieht, sondern nur auf die an der Generalversammlung vertretenen Aktien. Deshalb ist auch die sogenannte Sperrminorität von 33.34 % Stimmen, welche wichtige Beschlüsse verhindern kann, nur von Bedeutung, wenn an der Generalversammlung alle ausgegebenen Aktien vertreten sind und besondere Beschlüsse nach OR 704 gefasst werden müssen. Nach einem MBO ist jedoch der Kreis der Aktionäre auf die Manager und allenfalls einzelne Dritte – institutionelle Eigenkapitalgeber (Private-Equity-Gesellschaften) oder den Verkäufer mit einer Restbeteiligung – begrenzt, weshalb von einer Vertretung aller Aktien auszugehen ist. Im Regelfall genügen für die Kontrolle des Unternehmens 50.1 % der Stimmen. Vorsichtigerweise sollten die Erwerber bei einem MBO darauf achten, dass sie auch das Quorum für wichtige Beschlüsse (z. B. Ausschluss von Bezugsrechten) nach OR 704 erreichen.

203 Krebs, A./Trueb, E.: Management-Buy-out, in: GBF-Lexikon, S. 736.

Beispiel Erleichterung des MBO durch Schaffung von Stimmrechtsaktien LI + BU AG

Walter Linder hat von seinem Vater zusammen mit seinem Schwager Fred Bucher eine Unternehmung der Bauzulieferindustrie übernommen und erfolgreich ausgebaut. Nach dem altersbedingten Ausscheiden von Bucher hielt er alle 2 000 Namenaktien zu nom. CHF 1 000. Weil sich seine beiden Töchter nicht für die Weiterführung des Unternehmens interessieren, will er die Kontinuität seines Lebenswerkes durch Übertragung an das Management sichern. Eine Unternehmensbewertung ergibt einen Wert des Eigenkapitals von CHF 7 Mio. Um den Kapitaleinsatz der Geschäftsleitung bei der Übernahme der Unternehmenskontrolle herabzusetzen, werden Stimmrechtsaktien geschaffen, wobei Linder bewusst nicht den maximalen **Stimmkrafthebel** von 10 (OR 693 II) ausnützt. Die Generalversammlung beschliesst, das Aktienkapital neu einzuteilen:

1 500 Namen	zu nom. CHF 1 000	= CHF 1.5 Mio.
2 000 Namen	zu nom. CHF 250	= CHF 0.5 Mio.
3 500 Namen	= 3 500 Stimmen	= CHF 2.0 Mio.

Die beiden Geschäftsleitungsmitglieder erwerben in einer ersten Phase eine klare Stimmenmehrheit (genügen wurden 1 751 Stimmen) von 1 760 Stimmen = CHF 440 000 Aktienkapital (= 22 % des Kapitals). Die übrigen Aktien bleiben bei Linder. Die erworbene Aktienstimmenvmehrheit reicht jedoch nur für die ordentlichen GV-Beschlüsse. Wenn sich die Manager für alle GV-Beschlüsse gegen unerwünschte Einflussnahme anderer Aktionäre ab sichern möchten, müssten sie einerseits sämtliche 2 000 Namenaktien zu nom. 250 sowie zusätzlich 501 Namenaktien zu nom. 1 000 erwerben (entspricht der absoluten Mehrheit der Nennwerte von CHF 1 001 000).

Steuerrechtlich handelt es sich beim Share Deal um eine Veräusserung von Beteiligungsrechten an einer Kapitalgesellschaft. Werden diese sowohl vom Verkäufer wie vom Käufer im Privatvermögen gehalten, realisiert der Verkäufer in der Regel einen steuerfreien privaten Kapitalgewinn. Für den Verkäufer kann sich bei einem Share Deal allerdings auch ein steuerbarer Vermögensertrag aus **indirekter Teilliquidation** ergeben. Der Tatbestand der indirekten Teilliquidation (DBG 20a I lit. a) soll unter gewissen Voraussetzungen verhindern, dass die latente Steuerlast auf Ausschüttungen von Reserven aus zurückbehaltenen Gewinnen aufgehoben wird, indem ein Verkauf an eine Person erfolgt, welche die Beteiligungsrechte in ihr Geschäftsvermögen erwirbt. Das Gesetz nennt folgende kumulativ zu erfüllende Tatbestandselemente der indirekten Teilliquidation:²⁰⁴

204 Die Theorie zur indirekten Teilliquidation ist im Band Unternehmensfinanzierung I behandelt.

- **Übertragung aus dem Privatvermögen des Verkäufers in das Geschäftsvermögens des Käufers durch Verkauf (Systemwechsel)**

Geschäftsvermögen ist immer gegeben, wenn es sich beim Käufer um eine juristische Person handelt. Werden die Beteiligungsrechte dagegen von einer natürlichen Person erworben, werden sie dann zu Geschäftsvermögen, wenn sie der selbständigen Erwerbstätigkeit dienen oder von ihr beim Erwerb ausdrücklich zu Geschäftsvermögen erklärt werden (DBG 18 II). Vorbehalten bleibt allenfalls auch die Annahme von Geschäftsvermögen, wenn der Käufer steuerlich als gewerbmässiger Wertschriftenhändler qualifiziert wird.²⁰⁵ Mit einem solchen **Systemwechsel** vom Privatvermögen ins Geschäftsvermögen ist immer der Übergang vom Nennwert- zum Buchwertprinzip verbunden.²⁰⁶

- **Qualifizierende Beteiligung**

Gegenstand des Verkaufs sind die Beteiligungsrechte an einer Kapitalgesellschaft oder Genossenschaft mit einer Mindestveräusserungsquote von 20 % des Kapitals (nicht etwa der Stimmrechte). Diese wurde festgelegt im Hinblick auf den Einfluss auf das Ausschüttungsverhalten der Gesellschaft.

- **Handelsrechtlich ausschüttungsfähige nicht betriebsnotwendige Substanz**

Eine indirekte Teilliquidation kann nur insoweit vorliegen, als die veräusserte Gesellschaft im Zeitpunkt der Veräusserung über handelsrechtlich ausschüttungsfähige Reserven sowie nicht betriebsnotwendige Substanz verfügt.²⁰⁷

- **5-Jahres-Frist**

Die Frist, innert der Ausschüttung zur Annahme einer indirekten Teilliquidation führen, ist auf 5 Jahre beschränkt, beginnend mit dem Tag der Veräusserung der Beteiligungsrechte, d. h. mit dem Verpflichtungsgeschäft. Am Tage nach Ablauf dieser gesetzlichen Frist kann eine beliebige Teil- oder Totalliquidation der Zielgesellschaft vorgenommen werden, ohne dass sich daraus für den Verkäufer Steuerfolgen ergeben. Es wird auch keine Steuerumgehung angenommen. Keiner Ausschüttungsbeschränkung unterliegen die laufenden Gewinne aus der operativen Tätigkeit, sowie Gewinne im Zusammenhang mit der betriebsnotwendigen Substanz (z. B. realisierte stille Reserven auf betriebsnotwendigen Anlagevermögen). Wird eine Ausschüttung (Substanzdividende) den Reserven aus Kapitaleinlage belastet, löst dies keine Besteuerung eines Vermögensertrages aus indirekter Teilliquidation aus.²⁰⁸

205 Kreisschreiben Nr. 14, ESTV vom 6. November 2007.

206 **Nennwertprinzip:** Als Ertrag aus beweglichem Vermögen (DBG 20a I b) gilt der Erlös, welcher den einbezahlten Nennwert zuzüglich der anteiligen Reserven aus Kapitaleinlage der Gesellschaft, deren Beteiligungsrechte übertragen werden, übersteigt. **Buchwertprinzip:** Massgebend ist die steuerliche Bewertungsgrundlage für Aktiven im Geschäftsvermögen. Es kann sein, dass Abschreibungen und Wertberichtigungen erfasst worden sind, wodurch der Buchwert tiefer ist als der Anschaffungspreis.

207 Vermutungsweise wird davon ausgegangen, dass eine Ausschüttung, welche die seit dem Verkaufszeitpunkt erwirtschafteten Gewinne der Gesellschaft übersteigt, als nichtbetriebsnotwendige Substanz gilt, siehe Kreisschreiben Nr. 14, S. 4.

208 Arnold, R.: Unternehmenssteuerreform II, in: Steuer Revue 2/2011, S. 108.

- **Mitwirkung des Verkäufers**

Eine solche liegt vor, wenn der Verkäufer weiss oder wissen muss, dass der Gesellschaft zwecks Finanzierung des Kaufpreises Mittel entnommen und nicht wieder zugeführt werden (DBG 20 a II). Eine Erleichterung bei der Besteuerung von Gewinnausschüttungen an Aktionäre bringt die mit der Unternehmenssteuerreform II eingeführte Teilbesteuerung von Dividenden (Satzreduktion im Bund und auf kantonaler Ebene).²⁰⁹

13.1.2 Asset Deal

Beim MBO ist der Asset Deal selten, weil der bisherige Eigentümer in der Regel die Unternehmung als Ganzes veräussern will und die Übernahme von einzelnen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten in der Regel die Gründung einer neuen Gesellschaft voraussetzt.

13.2 Akquisitionsstrukturen eines MBO

Sowohl beim Share Deal wie beim Asset Deal kann die Zielgesellschaft direkt von den einzelnen Managern und gegebenenfalls Finanzinvestoren erworben werden. In der Praxis ist jedoch für die Unternehmensübernahme beim Share Deal ein indirektes Vorgehen über eine besonders für diesen Zweck errichtete Akquisitionsholding der Normalfall.²¹⁰ Diese Struktur ermöglicht es dem Käufer das zur Finanzierung des Kaufpreises beanspruchte Fremdkapital mit steuerfrei vereinnahmten Dividenden (Beteiligungsabzug bei Holdinggesellschaften nach DBG 69 und Holdingprivileg nach kantonalem Steuerrecht) zu finanzieren. Deshalb ist es wichtig, dass die Zielgesellschaft ein ausreichendes Ausschüttungspotenzial aufweist. Im Weiteren ist es möglich, gestützt auf die gesetzlichen Bestimmungen über die indirekte Teilliquidation, nach 5 Jahren die Akquisitionsholding und die operative Gesellschaft zu fusionieren. Die Restschuld kann in der Folge aus den erarbeiteten Mitteln getilgt werden.²¹¹

Eine besondere Beachtung sollte der Umstand erhalten, wenn der Verkäufer ein Darlehen der Akquisitionsholding gewährt. Dieses Darlehen wird steuerrechtlich einem Drittvergleich («at arm's length Prinzip») unterzogen und ist hinsichtlich Höhe der Verzinsung und Amortisation so zu wählen, dass dies einer Bankofferte entspricht. Sofern es zu keiner Verzinsung kommt, ist ein Drittvergleich kaum zu belegen.

209 Mäusli-Allenspach, P./Oertli, M.: Das schweizerische Steuerrecht, Zürich 2008, S. 158 ff.
Mäusli-Allenspach, P./Oertli, M.: Das schweizerische Steuerrecht, Zürich 2020, S. 372.

210 UBS Outlook: Nachfolge im Unternehmen, Zürich 2010, S. 33.

211 Schenker, U.: Die Besteuerung von Privatpersonen beim Verkauf von Beteiligungen, in: Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2007, S. 212.

13.3 Abwicklung eines MBO

Bei einem MBO stellen sich drei finanzwirtschaftliche Kernfragen:

- Wie kann der Kaufpreis bei der Übernahme finanziert werden (Kaufpreisfinanzierung)?
- Wie kann nach der Übernahme das aufgenommene Fremdkapital verzinst und zurückbezahlt werden (Finanzierung des Schuldendienstes)?
- Wie kann nach der Übernahme der ordentliche Kapitalbedarf der operativen Unternehmung gedeckt werden (Investitionsfinanzierung)?

Bei der **Kaufpreisfinanzierung** setzt das Management eigene Mittel ein, die aus dem Privatvermögen stammen. Ist dieses zu gering, müssen sich die Manager zur Bereitstellung einer angemessenen Eigenfinanzierung privat verschulden. Private-Equity-Gesellschaften erwarten, dass die beteiligten Manager zur Eigenfinanzierung je zwischen einem und drei Jahressalären einsetzen.²¹² Kann das Management das zur Bezahlung des Kaufpreises erforderliche Eigenkapital nicht allein aufbringen, kommen Banken sowie Finanzgesellschaften (Private-Equity-Partner) als Drittinvestoren zur Bereitstellung von Eigenkapital in Betracht.

Wenn die Finanzinvestoren die Mehrheit des risikotragenden Übernahmekapitals beitragen, beanspruchen sie die Mehrheitskontrolle über die MBO-Unternehmung.²¹³ Zur restlichen Kaufpreisfinanzierung werden in der Regel die Formen der konventionellen Bankkreditfinanzierung beansprucht, in der Praxis der MBO-Finanzierung als **Senior Debt** bezeichnet, im Gegensatz zur beteiligungsähnlichen Fremdfinanzierung (nachrangige Darlehen, **Junior Debt**), sowie sogenannte **Mezzanine-Finanzierungen** (Darlehen mit Wandel- und Optionsrechten). Mezzanine-Finanzierungen kommen jedoch nur bei grösseren Transaktionsvolumen und Gesellschaften in Betracht, die in einer späteren Phase börsenfähig werden. Als Sicherheiten werden die gekauften Aktien sowie in dem von den Steuerbehörden als zulässig festgelegten Rahmen auch die Aktiven der verkauften Gesellschaft eingesetzt.²¹⁴

Ein zentrales Element jedes MBO ist die Finanzierung des Schuldendienstes. Die dazu benutzten Mittel stammen aus der Unternehmung, deren Verzinsungs- und Schuldentilgungskraft den wirtschaftlichen Erfolg eines MBO deshalb massgebend beeinflussen. Zur Beurteilung wird eine cashflowbasierte **Tragbarkeitsrechnung** aufgestellt: Wichtig ist dabei der Einbau von Sicherheitsmargen zur Absicherung gegen eine zu optimistische Schätzung des künftigen Cashflows oder einen Anstieg

212 Steck, B.: Engpass Eigenkapital, in: Krebs, A./Studer, T.: Management Buyout, Zürich 1998, S. 70.

213 Steck, B.: Engpass Eigenkapital, in: Krebs, A./Studer, T.: Management Buyout, Zürich 1998, S. 71.

214 Schenker, U.: Die Besteuerung von Privatpersonen beim Verkauf von Beteiligungen, in: Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2007, S. 205.

der Zinssätze. Ist eine Akquisitionsholding zwischen dem Management als Käufer und der Unternehmung zwischengeschaltet, stellt sich die Frage, wie diese den Schuldendienst finanziert.

Verschiedene Möglichkeiten bieten sich an:

- Die Holding belastet die Unternehmung mit Management Fees, Verwaltungsratshonoraren, Abgeltungszahlungen für Markenrechte u. Ä. Diese Aufwendungen sind für die Unternehmung, soweit geschäftsmässig begründet, steuerlich abzugsfähig und aus dieser Sicht vorteilhaft, finanziell jedoch zumeist wenig ergiebig.
- Die Holding deckt ihre Finanzierungskosten durch Gewinnausschüttungen der operativen Unternehmung in Form von Dividenden. Zu beachten ist, dass diese Dividenden durch zeitgerechte Generalversammlungsbeschlüsse an die Holding überwiesen werden können, um den Schuldendienst termingerecht zu gewährleisten.²¹⁵
- Die Unternehmung veräussert nicht betriebsnotwendige Vermögensteile und nimmt eine einmalige Ausschüttung an die Holding vor. Dies kann beim früheren Verkäufer der Beteiligungsrechte zu einer Besteuerung des Kapitalgewinns wegen indirekter Teilliquidation führen, sofern die Voraussetzungen von DBG 20 a I a und II gegeben sind.
- Darlehensfinanzierung aus Mitteln der gekauften Gesellschaft, wobei eine Besteuerung der Darlehensgewährung als verdeckte Gewinnausschüttung nur vermieden werden kann, allenfalls auch mit Einkommenssteuerfolgen beim Verkäufer, wenn das Darlehen aus den Gewinnen der operativen Gesellschaft getilgt werden kann.²¹⁶

Beispiele MBO

Zahlreiche Beispiele von MBO im Bereich von KMU werden der Öffentlichkeit nicht bekannt. Nur bei grösseren Unternehmen werden in der Regel die Medien mehr oder weniger ausführlich informiert. Verschiedene Beispiele aus der Schweizer Praxis in den 1990er-Jahren wurden in der Publikation von Krebs/Studer dargestellt, insbesondere die viel beachtete MBO-Transaktion der Hero, welche später durch Eingliederung in einen ausländischen Konzern rückgängig gemacht worden ist. Aus den letzten Jahren seien zwei Beispiele dargestellt:

²¹⁵ Als Beispiel kann die EMS-Chemie angeführt werden: Die operativen Gesellschaften beschliessen die Dividende für das Geschäftsjahr 2011 an den Generalversammlungen, die im 1. Quartal 2012 stattfinden. Damit z. B. die Holding 2012 über die Dividenden der operativen Gesellschaft des Geschäftsjahres 2011 verfügen kann, muss der Holding Abschluss nach dem 31.12.2011 festgestellt werden. Konsolidierter Abschluss 31.12.2010, Holding Abschluss 30.4.2011.

²¹⁶ Schenker, U.: Die Besteuerung von Privatpersonen beim Verkauf von Beteiligungen, in: Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2007, S. 204.

Schild Modehaus

2003 verkauften die Aktionäre der Familie Schild mangels familieninterner Nachfolge das 1922 gegründete Bekleidungsfilialgeschäft Schild AG an das vierköpfige Management. Dieses gründete zu diesem Zweck die Akquisitionsholding New Schild Holding. Der wertvolle Immobilienbesitz (21 Liegenschaften) wurde an institutionelle Investoren veräussert, wobei für die Schild-Ladengeschäfte vorteilhafte langfristige Mietverträge abgeschlossen werden konnten. 2004 hat die Schild AG 17 Filialen des Konkurrenten Spengler übernommen. Die folgenden Jahre waren durch eine Ertrags- und Liquiditätskrise sowie durch Meinungsverschiedenheiten zur Unternehmensstrategie im Management gekennzeichnet. 2008 traten zwei Minderheitsaktionäre aus dem Managementteam aus, weshalb Änderungen im Aktionariat erforderlich wurden. Der mit der geplanten Geschäftsentwicklung verursachte Kapitalbedarf erforderte zudem einen finanzkräftigen Partner. Dieser wurde in der Private-Equity-Gesellschaft Barclays Schweiz gefunden, welcher allerdings aus Prinzip die Aktienmehrheit forderte. Die verbleibenden zwei Manageraktionäre mussten sich in der Folge mit einer Minderheitsposition von 49 % begnügen. Nach einem erfolgreichen Turnaround wünschte das Management wieder die Aktienmehrheit, um zu vermeiden, dass bei einem Exit der Private-Equity-Gesellschaft die Mehrheit an einen unerwünschten Partner weiter veräussert wird. Der neue Finanzpartner sollte sich in einer langfristig angelegten Partnerschaft auf eine Minderheit beschränken.

2010 wurde die New Schild Holding AG von der operativen Schild AG absorbiert. Im Dezember 2010 hat Barclays Private Equity (Schweiz) ihr Paket von 51 % vollumfänglich veräussert und damit eine neue Aktionärsstruktur ermöglicht. Der Verwaltungsratspräsident St. Portmann und der CFO Th. Herbert kontrollierten neu 51 % der Aktien. 9 % wurden bei anderen Führungskräften platziert. 40 % hat die ESG Beteiligungs-AG, eine Tochtergesellschaft der Göhner-Stiftung, übernommen.²¹⁷

Geiser-Gruppe Langenthal, Agrarhandel

2004 verkaufte P. Geiser mangels Nachkommen in der Familie die Bereiche Handel und Logistik (Umsatz CHF 60 Mio.) aus der Geiser-Holding an das aus drei Personen bestehende Management. Dieses gründete die Capricom Holding mit einem Aktienkapital von CHF 1 Mio., wobei P. Bracher als Vizepräsident und Delegierte des Verwaltungsrats 50 %, A. Flückiger und W. Ingold je 25 % der Aktien gezeichnet haben. Die Gesellschaft hatte die Absicht, nach der Gründung in einen noch zu erstellenden Kaufvertrag Aktien im Nennwert von CHF 400 000

²¹⁷ Quellen: Schweizerische Handelszeitung 10.12.2003, 12.05.2010, Cash 25.07.2003 sowie verschiedene Medieninformationen.

zum Preis von höchstens CHF 11 Mio. zu übernehmen (► Band I, Kap. 13.4.4.4). Die Kadi-Unternehmen (gekühlte und tiefgekühlte Kartoffelspezialitäten) verblieben beim bisherigen Eigentümer, um die mit dem MBO verbundene finanzielle Belastung der drei Käufer zu begrenzen und eine zu hohe Verschuldung der Gesellschaft zu vermeiden.²¹⁸

13.4 MBO-Fallstudie

Für ein umfassendes Verständnis eine MBO wird die Fallstudie der VONAG dargelegt:

Ausgangslage

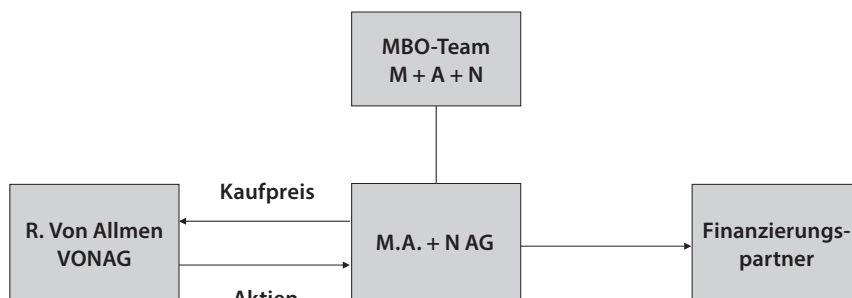
Robert von Allmen besitzt 100 % der 6 000 Aktien zu nom. CHF 500 der VONAG, eine gemischte Holdinggesellschaft. Die zwei Untergesellschaften sind für die Beurteilung der Vermögens- und Ertragslage der Gruppe jedoch nicht wesentlich, weshalb auf eine Darstellung der Konzernrechnung verzichtet wird. Von Allmen hat die mittelgrosse Industriegruppe der Nahrungsmittelindustrie von seinem Vater übernommen und leitet dieses Unternehmen zusammen mit einer eingespielten Geschäftsleitung, bestehend aus P. Moser, R. Allemann und Ch. Näf. Weil von Allmen in der Familie keinen geeigneten Nachfolger hat, machte ihm die Geschäftsleitung den Vorschlag, die VONAG (Zielgesellschaft) über einen MBO zu übernehmen. Damit soll auch eine Übernahme durch die Konkurrenz verhindert werden, was voraussichtlich zu Veränderungen im Management und zu einem Arbeitsplatzabbau führen würde. Von verschiedenen Akquisitionsvarianten werden der Asset Deal und ein Share Deal mit einer Akquisitionsholding näher geprüft.

Asset-Deal-MBO ohne Akquisitionsholding

Die Übernahme der Aktiven und der Verbindlichkeiten der VONAG erfolgt durch eine vom Management gegründete operativ tätige M. A. + N. AG. Nach Ausgliederung der operativen Tätigkeit dient die VONAG inskünftig von Allmen als Vermögensverwaltungsgesellschaft. Die Übernahme der Aktiven und Verbindlichkeiten durch die M. A. + N. AG erfolgt nach den Regeln der Singularsukzession zu Marktwerten. Weil die Wertansätze über den Buchwerten liegen, werden durch diesen Vorgang im handelsrechtlichen Abschluss stille Reserven realisiert, was für die VONAG zu einem steuerbaren Ertrag führt. Aus diesem Grund ist ein Asset Deal für

²¹⁸ Quellen: Berner Zeitung: Geiser regelt Nachfolge, Der Bund: Agriochefs werden Eigentümer sowie SHAB, alle vom 18.5.2004.

den Verkäufer aus fiskalischen Überlegungen häufig prohibitiv und nur in Ausnahmefällen zu realisieren.



Dar. 22: Asset-Deal-MBO ohne Akquisitionsholding

Share-Deal-MBO mit Akquisitionsholding

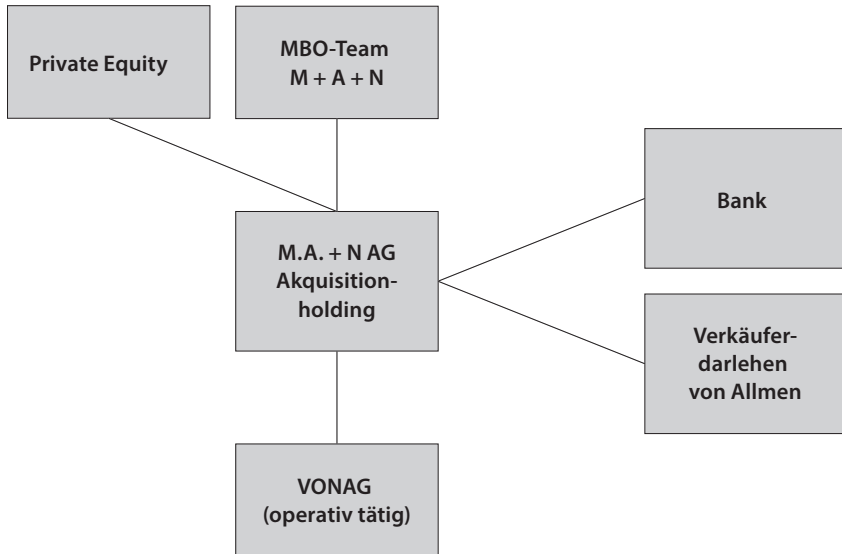
Die Grundstruktur eines MBO ist in der Regel der Erwerb über eine Akquisitionsholding. Die Käufer Moser, Allemann und Nef gründen mit einem Aktienkapital von CHF 1 Mio. die M. A. + N. Holding, wobei Moser TCHF 500, Alleman und Nef je TCHF 250 bar liberieren. Sie bringen die Mittel aus ihrem Privatvermögen, teilweise durch Erhöhung der Grundpfandschulden auf ihren Liegenschaften auf. Von Allmen ist bereit, vom Verkaufserlös von CHF 5 Mio. ein zu 4 % verzinsliches ungesichertes nachrangiges Verkäuferdarlehen von CHF 1.5 Mio. zu gewähren und auf Amortisationen zu verzichten, so lange Bankkredite beansprucht werden (nachrangiges Verkäuferdarlehen). Dieses wird grundsätzlich, auf Verlangen der Bank, erst nach Rückzahlung der Bankfinanzierung amortisiert. Die Bank gewährt gegen Verpfändung der VONAG-Aktien und der M. A. + N.-Holdingaktien einen Festkredit (Senior Debt) von TCHF 1 800 zu 5.25 % verzinslich, rückzahlbar in 7 Jahresraten.²¹⁹ Moser, Alleman und Nef haben zudem eine Solidarbürgschaft zu leisten, Todesfallrisikoversicherungen abzuschliessen und verschiedene Verpflichtungen gemäss Kreditvertrag einzuhalten (Covenants). Bei der Festlegung des Zinssatzes achtet die Bank besonders auf die Kompetenzen und die Branchenerfahrung des Management-Teams und die Glaubwürdigkeit des Businessplans.²²⁰ Für die Restfinanzie-

²¹⁹ Für die Übernahmefinanzierung gelten folgende Faustregeln. Die Bankfinanzierung muss innert fünf Jahren rückzahlbar sein. Der Fremdfinanzierungsanteil soll nicht höher sein als 3x den EBITDA. Eigenkapital und nachrangiges Darlehen des Verkäufers soll rund die Hälfte des Kaufpreises betragen. Eine Rückzahlungsdauer von 7 Jahren wird nur ausnahmsweise gewährt. Baumgartner, H./Buhler, S. (Credit Suisse, Zürich), in: Handelszeitung vom 28.4.2011.

²²⁰ Über die Anforderungen an einen professionellen Businessplan informiert Dorizzi, F./Stocker, P.O.: Der Businessplan, Zürich 2011. Fischer, B./Wagner, St.: Der perfekte Business Plan, München 2010.

Die Dienste einer Private-Equity-Gesellschaft in Anspruch genommen, die sich mit einer Aktienkapitalerhöhung von CHF 1 Mio. an der Holding beteiligt. Die langfristigen Finanzverbindlichkeiten müssen nicht umplatziert werden, weil der bisherige Kreditgeber die Geschäftsbeziehungen weiterführt.

Die Zusammenhänge und die Finanzflüsse können schematisch wie folgt dargestellt werden.



Dar. 23: Share-Deal-MBO mit Akquisitionsholding

Es liegt folgende summarische Bilanz der VONAG vor (Zahlen nach Swiss GAAP FER):

Flüssige Mittel	2 000 TCHF
Übriges Umlaufvermögen	5 000 TCHF
Anlagevermögen	8 000 TCHF
Kurzfristiges Fremdkapital	4 000 TCHF
Langfristiges Finanzverbindlichkeiten	6 000 TCHF
Aktienkapital	3 000 TCHF
Allgemeine Reserve	1 500 TCHF
Freie Reserve	500 TCHF

Die Aktiven enthalten keine nicht betrieblichen Vermögenswerte. Die bescheidene Arbeitgeberbeitragsreserve wird nicht angerechnet.

Nettoerlös	24 000 TCHF
EBITDA	2 000 TCHF
EBIT	1 200 TCHF
Jahresgewinn (EAT)	760 TCHF

Für die Planungsperiode (5 Jahre) wird ein verstärkter Wettbewerb und damit verbunden ein Druck auf die Margen erwartet. Dieser soll gemäss Businessplan mit einem erneuerten Produktesortiment aufgefangen werden. Deshalb kann mit einem stabilen bis leicht steigenden Ausschüttungspotenzial gerechnet werden. Geplant ist eine Dividende von 20 %.

EBITDA Multiple ²²¹ ($5 \times 2\,000$)	10 000 TCHF
+Überschussliquidität ²²²	1 000 TCHF
-Finanzverbindlichkeiten	6 000 TCHF
Kaufpreis Aktien	5 000 TCHF
+Akquisitionskosten	300 TCHF
Transaktionspreis	5 300 TCHF

Finanzierung

Aktienkapital – Management	1 000 TCHF
Aktienkapital – Private Equity	1 000 TCHF
Darlehen Verkäufer	1 500 TCHF
Senior Debt	1 800 TCHF
Total Finanzierung	5 300 TCHF

Die Bilanz der Holding setzt sich wie folgt zusammen:

Beteiligung VONAG	5 300 TCHF
Darlehen Verkäufer	1 500 TCHF
Senior Debt	1 800 TCHF
Aktienkapital	2 000 TCHF

221 In der Praxis werden für die Unternehmungsbewertung mehrere Methoden angewendet, insbesondere die DCF-Methode.

222 Für die Bestimmung der flüssigen Mittel werden unterschiedliche Kriterien angewendet (Gesamtbestand oder Überschussliquidität).

Tragbarkeitsrechnung

Der Schuldendienst erfordert im ersten Jahr folgende Beträge.

Verzinsung Verkäuferdarlehen: 4 %,	60 TCHF
Verzinsung Senior Debt: 5.25 %,	94.5 TCHF
Total Verzinsung:	154.5 TCHF
Amortisationsrate Senior Debt	260 TCHF
Total Schuldendienst Jahr 1:	414.5 TCHF

Die Einnahmen der M. A. + N.-Holding aus Dividenden (20 % von CHF 3.0 Mio. AK) betragen TCHF 600. Aus der Sicht der Bank wird die Tragbarkeit der Verschuldung auch im Zusammenhang mit der Verschuldungsfähigkeit (Debt Capacity) beurteilt. In den Folgejahren sinkt durch Amortisation des Bankdarlehens die Zinsenlast.

Schlussfolgerung

Der Kaufpreis der Beteiligung einschliesslich Transaktionskosten von TCHF 5 300 ist mit dem Fair Value der Nettoaktiven (Eigenkapital) von TCHF 4 500 zu vergleichen. Daraus ergibt sich ein rechnerischer Goodwill von TCHF 800, welcher buchhalterisch in der Holdingbilanz (OR-Abschluss) im Beteiligungskonto auszuweisen ist. Die M. A. + N. Holding als Akquisitionsgesellschaft hat keine Möglichkeit, den Goodwill, der mit der gekauften Gesellschaft verbunden ist, planmässig abzuschreiben. Eine Abschreibung auf dem Beteiligungskonto ist nur bei einer echten Wertverminderung durch operative Verluste zulässig. Die Abschreibungsproblematik wird allerdings dadurch entschärft, dass die typische Holding-Gesellschaft keine steuerbaren Gewinne erzielt. Die Zinsen, welche die Akquisitionsholding bezahlt, können nicht dem Vorsteuergewinn der VONAG belastet werden. Die steuerrechtliche Situation würde sich jedoch bei einer Fusion (Down Stream Merger) zwischen M. A. + N. Holding und der VONAG verändern, weil die Holding-Gesellschaft einen besonderen steuerrechtlichen Status hat.

MBO-Transaktionen haben auch unter den neuen gesetzlichen Rahmenbedingungen erhebliche Auswirkungen auf die Finanzlage aller Beteiligten. Aus diesem Grund empfiehlt es sich, konkrete Transaktionen durch die Steuerbehörde prüfen zu lassen und einen Vorabentscheid (**Tax Ruling**) einzuholen. Der Verkäufer soll sich im Kaufvertrag zusichern lassen, dass sich die MBO-Käufer an die gesetzlichen Vorschriften zur Vermeidung einer Besteuerung beim Verkäufer halten, damit er sich darauf berufen kann, er habe an der Ausschüttung nicht mitgewirkt, weil ihm das Mitwissen im Sinne von DBG 20 a II fehle.²²³ Als Beispiel für ein im Sinn von DBG 20 a »verpontes« Zusammenwirken zwischen Käufer und Verkäufer erwähnt

223 Schenker, U.: Die Besteuerung von Privatpersonen beim Verkauf von Beteiligungen, in: Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2007, S. 218 f.

das Kreisschreiben 14 der ESTV vom 6.11.2007 u. a. Gewährung eines Darlehens des Verkäufers an die Käuferin oder Sicherheitsleistungen der Zielgesellschaft für Darlehen Dritter an die Käuferin oder im Zeitpunkt des Verkaufs. Als passive Mitwirkung gilt zudem der Tatbestand, dass der Verkäufer von einer bevorstehenden Substanzentnahme weiss oder wissen musste, z. B. wenn die Beteiligungsrechte an eine Käuferin veräussert werden, die über ungenügende finanzielle Mittel verfügt, um den Kaufpreis aus eigener Kraft bzw. aus künftigen ordentlichen Dividenden der Zielgesellschaft zu begleichen. Im VONAG-Beispiel musste von Allmen im schlimmsten Fall, wenn die Steuerverwaltung den Tatbestand aus indirekter Teilliquidation als erfüllt betrachtet, mit einer Steuerbelastung von schätzungsweise CHF 100 000 rechnen, bei Annahme einer Grenzsteuerbelastung im Rahmen der Teilbesteuerung von 20 % auf einem steuerbaren Einkommen von CHF 500 000.

14 Umstrukturierungen

14.1 Formen und Bedeutung

Der Wandel der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen durch Änderungen und Wachstum der Märkte, Einführung neuer Technologien und künstlicher Intelligenz auf allen Stufen der Unternehmungstätigkeit verbunden mit einer verstärkten kommunikativen Vernetzung der Marktteilnehmer zwingt die Unternehmungen sowohl ihre Strategien wie ihre rechtlichen Strukturen stetig anzupassen. Bis 2003 fehlte eine zusammenfassende rechtliche Regelung der Vorgänge, welche unter der Bezeichnung «*Umstrukturierung*» zusammengefasst werden.

Diese Vorgänge sind Gegenstand einer Spezialgesetzgebung. Hauptgegenstand dieser Gesetzgebung ist die Fusion, weshalb vereinfacht nur vom Fusionsgesetz (FusG) gesprochen wird.²²⁴

Für die Gesamtheit aller Rechtsformen, welche vom Geltungsbereich des FusG erfasst werden, wird die abstrakte Bezeichnung Rechtsträger verwendet (FusG 2 Bst. a). Wenn eine andere Rechtsform besser geeignet ist als jene, welche bei der Gründung gewählt wurde, kann sich eine *Umwandlung* (FusG 53 bis 68) aufdrängen. Mit den entsprechenden Vorschriften über die Umwandlung wurde der Rechtsformenwechsel flexibilisiert. Die Optimierung des Kosten-Nutzen-Verhältnisses erfordert in der Regel eine bestimmte Unternehmensgrösse, welche vielfach nicht aus eigener Kraft, sondern durch *Verbindung mit anderen Unternehmungen* über *Akquisitionen* oder durch Zusammenschluss mit *Fusionen* (FusG 3 bis 28) erreicht werden kann. Bei breit diversifizierten Firmengruppen ist die Konzentration auf das Kerngeschäft vielfach zweckmässig, was zur *Desinvestition* von Unternehmungsteilen oder zur *Spaltung* (FusG 29 bis 52) in zwei oder mehrere Gesellschaften mit unterschiedlicher Tätigkeit führt. Diese ist als Gegenstück zur Fusion konzipiert. Die entsprechenden Vorschriften werden durch Normen zur *Vermögensübertragung* (FusG 69 bis 77) ergänzt. Von der Umstrukturierung zu unterscheiden ist die *Restrukturierung*, welche sich mit der Umgestaltung von Gesellschaften in finanziellen Schwierigkeiten befasst. Sie ist typischer Teil einer Sanierung.

224 Genauer Titel: Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3.10.2003.

14.2 Umwandlung

14.2.1 Begriff und Erscheinungsformen

Umwandlung ist die Änderung der Rechtsform eines Unternehmens unter Fortbestand aller vermögens- und mitgliedschaftsrechtlichen Beziehungen.

Die Umwandlung von Gesellschaften ist im FusG 53 ff. ausführlich geregelt. Juristisch liegt ein Wechsel des Rechtskleides, anders ausgedrückt eine **Umgründung** vor.²²⁵ Die zulässigen Umwandlungen sind in FusG 54 aufgeführt. Demnach ist die Umwandlung einer Kapitalgesellschaft in eine Kollektiv- oder Kommanditgesellschaft nicht möglich.

FusG 53 ff. regeln jene Fälle der Umwandlung, welche im früheren Recht als *formwechselnde Umwandlungen* oder *direkte Umwandlung* bezeichnet worden sind. Eine übertragende Umwandlung liegt vor, wenn ein Rechtsträger ohne selbständige juristische Persönlichkeit wie eine Kollektiv- oder Kommanditgesellschaft unter Wahrung der vermögens- und mitgliedschaftsrechtlichen Kontinuität in eine Kapitalgesellschaft umgewandelt wird.²²⁶

Nicht anwendbar sind die Vorschriften auf die in der Praxis häufig anzutreffenden Umwandlungen eines Einzelunternehmens in eine Kapitalgesellschaft.²²⁷ Für die Einbringung eines Einzelunternehmens in eine andere Rechtsform sind die Vorschriften über die Vermögensübertragung (FusG 69 ff.), falls das Einzelunternehmen nicht im Handelsregister eingetragen ist, OR 181 massgebend. Die Vermögensübertragung soll als Auffangtatbestand jene Umstrukturierungen ermöglichen, wenn die anderen Formen rechtlich nicht anwendbar sind.²²⁸

Dar. 24: Mögliche Umwandlungsformen

Von nach	KLG	KG	AG	KmAG	GmbH	Gen.
KLG		U	U	U	U	U
KG	U		U	U	U	U
AG				U	U	U
KmAG			U		U	U
GmbH			U	U		U
Gen.			U	U	U	

225 Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht, Zürich 2010, S. 461.

226 Von der Crone, H. C. et al.: Das Fusionsgesetz, Zürich 2004, S. 271.

227 Über die Gründe informiert Hasler, D.: Die Umwandlung von Personengesellschaften in Kapitalgesellschaften nach dem FusG, Bern 2007, S. 60 ff.

228 Glanzmann, L.: Umstrukturierungen, Bern 2008, S. 56.

KLG	= Kollektivgesellschaft
KG	= Kommanditgesellschaft
AG	= Aktiengesellschaft
KmAG	= Kommanditaktiengesellschaft
GmbH	= Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Gen.	= Genossenschaft
U	= Umwandlung

Aufgeführt sind nur die für die Unternehmungsfinanzierung relevanten Umwandlungsmöglichkeiten ohne jene für Vereine, Stiftungen, Vorsorgeeinrichtungen und Institute des öffentlichen Rechts. In der Praxis sind Umwandlungen vor allem beim Wechsel zwischen Aktiengesellschaften und Gesellschaften mit beschränkter Haftung verbreitet. Häufig ist auch die Umwandlung einer Personengesellschaft in eine Kapitalgesellschaft, weil sie eine vereinfachte Gründung ermöglicht. Damit ist eine Veränderung der Haftungssituation zu Lasten der Gesellschaftsgläubiger verbunden. Deshalb sieht das FusG 68 zum Schutz der Gläubigerinteressen vor, dass die Gesellschafter für bestehende Verbindlichkeiten auch nach der Umwandlung persönlich zeitlich begrenzt haften (FusG 26).

Die häufig anzutreffende sogenannte Umwandlung einer Einzelunternehmung in eine Kapitalgesellschaft ist juristisch eine Sachgründung (OR 634 I) oder eine Vermögensübertragung (FusG 69 ff.), jedoch nicht eine Umwandlung nach FusG 53. Eine Umwandlung eines Einzelunternehmens in eine Kapitalgesellschaft erlaubt in der Nachfolge, dass die Aktienanteile nach einer Sperrfrist von 5 Jahren nach DBG 19 steuerfrei an Dritte veräußert werden können.

14.2.2 Verfahrensablauf

Das Verfahren der Umwandlung ist vom Ablauf her ähnlich ausgestaltet wie jenes der Fusion. Anders als bei einer Fusion sind jedoch an der Umwandlung nicht mehrere Parteien beteiligt, sondern nur die sich umwandelnde Gesellschaft.²²⁹ Aus diesem Grund gibt es auch keinen *Umwandlungsvertrag*. Das FusG schreibt für die Umwandlung ein besonderes Verfahren vor:

1. Erstellung eines Umwandelungsplanes

Der Mindestinhalt ist in FusG 60 festgelegt, wobei dieser weniger umfangreich ist als bei einer Fusion oder einer Spaltung. Zentral ist dabei die Regelung zur Wahrung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte der Gesellschafter.

2. Erstellung eines Umwandelungsberichtes

Dieser dient der Information der Gesellschafter und erläutert im Einzelnen die rechtlichen und wirtschaftlichen Aspekte des Rechtsformenwechsels, z. B. die

²²⁹ In Anlehnung an: Linder, Th./Jau, M.: Umstrukturierungen im Steuerrecht, Muri 2005, S. 31.

Erfüllung der Gründungsvorschriften für die neue Rechtsform und die Grundlage zur Festlegung des Umtauschverhältnisses der Mitgliedschaftsrechte.

3. **Erstellung einer Zwischenbilanz beim Fehlen einer aktuellen Bilanz**

Liegt der Bilanzstichtag im Zeitpunkt der Erstellung des Umwandlungsberichtes mehr als sechs Monate zurück oder sind seit dem Abschluss der letzten Bilanz wichtige Änderungen in der Vermögenslage eingetreten, muss eine Zwischenbilanz erstellt werden. Für diese sind Abweichungen von den Grundsätzen der ordnungsmässigen Rechnungslegung vorgesehen (FusG 58 II). Die Aktiven und Verbindlichkeiten der bestehenden Gesellschaft werden unverändert übernommen. Die Bewertung des Gesellschaftsvermögens spielt bei der Umwandlung nur eine untergeordnete Rolle, weil das Unternehmen ohne Vermögensveränderung erhalten und die Buchwerte bestehen bleiben. Veränderungen ergeben sich in der Regel bei den Eigenkapitalkonten und bei der Gliederung, z. B. bei der Umwandlung einer Personengesellschaft in eine Kapitalgesellschaft. Die erforderlichen Anpassungen erfolgen über das Eigenkapital.

4. **Umwandlungsprüfung**

Prüfungsgegenstand ist die Vollständigkeit und Richtigkeit der transaktions-spezifischen Dokumente.

5. **Umwandlungsbeschluss**

Vor der Beschlussfassung steht den Beteiligten ein Einsichtsrecht in die Unterlage zu. Je nach den beteiligten Rechtsträgern sind besondere Vorschriften über die zur Beschlussfassung notwendigen Mehrheiten zu beachten (FusG 64). Der Umwandlungsbeschluss ist öffentlich zu beurkunden (FusG 65).²³⁰

6. **Eintragung im Handelsregister**

Erst die Eintragung hat die konstitutive Wirkung. Besondere Vorschriften zum Schutz der Gläubiger oder der Arbeitnehmer sind nicht zu beachten, weil die Umwandlung ja nur einen Wechsel des Rechtskleides darstellt.

Für KMU sind *Erleichterungen* vorgesehen. Umwandlungsbericht, Umwandlungsprüfung und Einsichtsverfahren der Gesellschafter entfallen, wenn alle Gesellschafter einverstanden sind.

14.2.3 **Steuerrechtliche Aspekte**

Die Umwandlung kann sich bei folgenden Steuern auswirken:

- Direkte Steuern für die Gesellschaft (Gewinnsteuer) und die Gesellschafter (Einkommenssteuer),
- Grundsteuern (Grundstückgewinnsteuer, Handänderungssteuer),
- Stempelabgaben (Emissionsabgabe, Umsatzabgabe),
- Mehrwertsteuer.

²³⁰ Ein Beispiel gibt Hasler, D.: Die Umwandlung von Personengesellschaften in Kapitalgesellschaften nach dem FusG, Bern 2007, S. 305 ff.

Von besonderer Bedeutung ist bei Umwandlungen die nachträgliche Besteuerung der übertragenen stillen Reserven bei Einzelunternehmen oder Personengesellschaften nach DBG 19, wenn innerhalb von fünf Jahren nach der Umwandlung, Beteiligungsrechte zu einem über dem übertragenen steuerlichen Eigenkapital liegenden Preis veräussert werden. Angesichts der Vielfalt von Umwandlungsmöglichkeiten muss für die Steuerwirkung im einzelnen Fall auf die Fachliteratur verwiesen werden.²³¹

Beispiel Umwandlung einer GmbH in eine AG Hotel am Beispiel der Krone GmbH in W

Die Hotel Krone GmbH besteht aus zwei Gesellschaftern: Werner Aebi, Geschäftsführer und Peter Haller. Sie betreiben ein Hotel mit Restaurantbetrieb in W. Es liegen folgende Bilanzwerte vor (Zahlen in TCHF):

• Umlaufvermögen	368
• Sachanlagevermögen	1 260
• Nicht einbezahltes Stammkapital	20
• Verbindlichkeiten	1 451
• Darlehen Gesellschafter	97
• Stammkapital	40

Die Gesellschafter beschliessen im Hinblick auf eine Nachfolgeregelung für die beiden ausscheidenden Gesellschafter die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft. Um den aktienrechtlichen Vorschriften über das Mindestaktienkapital zu entsprechen, sind Anpassungen der Eigenkapitalstruktur vorzunehmen. Vor der Umwandlung soll das bisherige Stammkapital voll liberiert werden und in einem zweiten Schritt um TCHF 60 auf TCHF 100 erhöht werden. Die Nachliberierung und Kapitalerhöhung erfolgt durch eine teilweise Verrechnung mit dem Gesellschafterdarlehen von TCHF 80. Die Gesellschafter machen von den Verzichtsmöglichkeiten für KMU (FusG 62 II) Gebrauch. Gemäss Umwandlungsplan vom 28. 10. 2010 und Bilanz per 30. 6. 2010 wird die GmbH in eine Aktiengesellschaft umgewandelt. Die Gesellschafter erhalten für ihre bisherigen Stammanteile 1 000 voll liberierte Namenaktien zu CHF 100. Die Firma wird auf Hotel Krone AG abgeändert. Die Gesellschafter Aebi und Haller scheiden aus und übertragen die Aktien an den Sohn Markus Aebi und an Patrick Studer. Steuerlich sind bei der Umwandlung einer GmbH in eine AG folgende Aspekte relevant:

231 Kreisschreiben ESTV Nr. 5 vom 1.6.2004, Umstrukturierungen.

- **Gewinnsteuer**

Die Umwandlung führt zu keinem Tarifwechsel und damit auch zu keiner Unterbrechung der Steuerperiode. Sie ist somit auch für die Einkommenssteuer der Gesellschafter gewinnsteuerneutral, wenn keine Gratisnennwerterhöhungen oder Kapitalerhöhungen aus Eigenkapital sowie Ausgleichszahlungen erfolgen.

- **Emissionsabgabe**

Wenn bei der Umwandlung keine neuen Beteiligungsrechte begründet oder erhöht werden, entfällt die Emissionsabgabe. StG 6 I kennt zudem eine Freigrenze.

- **Umsatzabgabe**

Diese ist nicht relevant, weil bei einer direkten Umwandlung keine Vermögenswerte übertragen werden.

14.3 Vermögensübertragung

Der Gesetzgeber hat die Einzelunternehmen nicht in den Kreis der umwandlungsfähigen Rechtsträger aufgenommen, weil die Strukturen von Einzelunternehmen gegenüber den anderen Rechtsträgern zu unterschiedlich sind und mit der Vermögensübertragung eine gleichwertige Alternative zur Verfügung steht.

Mit der **Vermögensübertragung** kann eine im Handelsregister eingetragene Gesellschaft oder Einzelunternehmen ihr ganzes Vermögen oder Teile davon, in einem Akt auf einen anderen privatrechtlichen Rechtsträger übertragen.

Im Vergleich zu einer Umwandlung ist das Verfahren der Vermögensübertragung vereinfacht. »In einem Akt« bedeutet, dass die für die Übertragung der einzelnen Vermögensbestandteile geltenden Formvorschriften nicht beachtet werden müssen.²³²

Die Pflicht, einen Plan und einen Bericht zur Vermögensübertragung zu erstellen, entfällt. Auch eine öffentliche Beurkundung ist nicht erforderlich. FusG 69 II behält jedoch ausdrücklich die gesetzlichen Bestimmungen über den Kapitalschutz vor. Dient die Vermögensübertragung als Ersatz für die Umwandlung eines Einzelunternehmens in eine Kapitalgesellschaft, wird diese im Gegensatz zur klassischen Vermögensübertragung mit der Weiterführung des bisherigen Rechtsträgers im Handelsregister gelöscht und liquidiert.

Kernstück des Übertragungsvertrages nach FusG 71 ist das Inventar mit der eindeutigen Bezeichnung der zu übertragenden Gegenstände der Vermögenswerte

232 Glanzmann, L.: Umstrukturierungen, Bern 2008, S. 56.

und Verbindlichkeiten. Die Vermögensübertragung ist nur zulässig, wenn das Inventar aus der Sicht des übernehmenden Rechtsträgers einen Aktivenüberschuss ausweist. Gegenstände, welche aufgrund des Inventars nicht zugeordnet werden können, verbleiben beim übertragenden Rechtsträger. Zur rechtlichen Gültigkeit der Übertragung ist die Eintragung im Handelsregister erforderlich (FusG 73 II). Auf die bestehenden rechtlichen Unsicherheiten bezüglich des

Übergangs von Vertragsverhältnissen bis zum Vorliegen eines höchst richterlichen Urteils wurde bereits im Zusammenhang mit dem Asset Deal hingewiesen. Es empfiehlt sich deshalb, bei Vermögensübertragungen wenigstens bei allen wichtigen Vertragsverhältnissen die schriftliche Zustimmung des Vertragspartners einzuholen. Für den Übertragungsvertrag genügt in der Regel die einfache Schriftlichkeit. Einzig für die Übertragung von Grundstücken müssen die entsprechenden Teile öffentlich beurkundet werden.

Die Vermögensübertragung wird vor allem bei der Ausgliederung von Geschäftsbereichen eingesetzt.

Beispiel Vermögensübertragung BLS AG/BLS Netz AG

Bei der Bahnreform 2 mussten Eisenbahnunternehmen ihre operative Tätigkeit (Erbringen der Transportleistung) von der Eisenbahninfrastruktur (Fahrbahn, Leitungen, Dienstgebäude usw.) abtrennen. Deshalb hat die BLS AG Bern 2009 Betrieb, Unterhalt und Bau der Eisenbahn-Infrastruktur gemäss FusG auf die Tochtergesellschaft BLS Alp Transit AG mit Aktiven TCHF 1 571 551 und Verbindlichkeiten von TCHF 1 442 069 übertragen. Die BLS Alp Transit AG wechselt die Firma auf BLS Netz AG und erhöht das Aktienkapital von bisher TCHF 100 auf TCHF 129 582 durch Sacheinlage gemäss Vermögensübertragung.²³³

14.4 Spaltung

14.4.1 Arten der Spaltung

Als **Spaltung** wird der Übergang eines Unternehmungsteils oder einzelner Aktiven und Passiven auf einen anderen, allenfalls neu geschaffenen Rechtsträger mit grundsätzlich den gleichen Gesellschaftern bezeichnet.

Die konkrete Abwicklung einer Spaltung nach FusG kann in zwei Formen erfolgen:

²³³ Quelle: SHAB vom 21.4.2009 sowie Geschäftsbericht 2009.

- Bei der **Aufspaltung** wird das gesamte Vermögen der Gesellschaft auf mindestens zwei Gesellschaften übertragen. Die übertragende Gesellschaft wird dadurch aufgelöst (FusG 29 lit. a).
- Bei der **Abspaltung** wird die übertragende Gesellschaft – im Gegensatz zur Aufspaltung – nicht aufgelöst und im Handelsregister nicht gelöscht. Es wird nur ein Teil des Vermögens auf den übernehmenden Rechtsträger übertragen (FusG 29 lit. b). Für die Regelung der Beteiligungsrechte, welche von den Gesellschaftern der übertragenden Gesellschaft neu erworben werden, sind zwei Varianten möglich:
 - Eine **symmetrische Spaltung** liegt vor, wenn sich die Beteiligungsverhältnisse im Vergleich zur Ausgangslage nicht ändern. Sind z. B. vier Aktionäre an der übertragenden Gesellschaft mit je 25 % beteiligt, erhalten sie an der übernehmenden Gesellschaft ebenfalls je 25 % der Aktien.
 - **Asymmetrisch** ist die Spaltung, wenn Aktionär A an der übernehmenden Gesellschaft z. B. mit 40 %, die Aktionäre B, C und D mit je 20 % beteiligt werden. Bei der asymmetrischen Spaltung sind wegen des Missbrauchspotenzials verschiedene Schutzmassnahmen zu beachten, z. B. eine Mehrheit von 90 % für den Spaltungsbeschluss (FusG 43 III).²³⁴

Bei der *Spaltung zur Übernahme* werden die abgespaltenen Vermögensteile auf eine bereits bestehende Gesellschaft übertragen. Bei einer *Spaltung zur Neugründung* (FusG 34) kommen Erleichterungen bei den Vorschriften über die Sacheinlagen (OR 634 ff.) zur Anwendung.

Wegen der zeitlich unbeschränkten Solidarhaftung und der langen Sicherstellungs- bzw. Einsichtsfristen wird eine Spaltung nach FusG eher selten und vor allem in kleineren Verhältnissen abgewickelt.²³⁵

In der Praxis kann die Wirkung einer Spaltung mit einem im alten Recht üblichen Verfahren, dem Spin-off, erreicht werden.²³⁶

14.4.2 Verfahrensablauf

Der Ablauf einer Spaltung ist im FusG 36 ff. ausführlich geregelt. Für KMU sind Vereinfachungen vorgesehen. Für eine ausführliche Darstellung über den Spaltungsvertrag, die Spaltungspläne, den Spaltungsbericht, das Einsichtsverfahren

234 Asymmetrisch war die Abspaltung des Immobilienportfoliomanagements durch die Schweizerische Lebensversicherungs- und Rentenanstalt (Tochtergesellschaft der Swiss Life Holding) auf die neu gegründete Swiss Life Real Estate Management Holding. Quelle: Einladung zur Generalversammlung vom 17.6.2005

235 Watter, R./Buchi, R.: Die Spaltung nach FusG als Mauerblumchen der Praxis, in: GesKR 2/2007, S. 164 mit ausführlicher Darstellung der Gründe für die geringe Verbreitung in der Praxis.

236 Druey, J. N./Druey Jost, E./Glanzmann, L.: Gesellschafts- und Handelsrecht, Zürich 2010, S. 305.

während zwei Monaten sowie den Spaltungsbeschluss wird auf die Spezialliteratur verwiesen.

Beispiel Spaltung nach FusG (KMU-Bereich): Übertragende Gesellschaft: Merz Bäckerei, Confiserie, Gastronomie AG, Chur²³⁷

Die Gesellschaft wird nach Geschäftsbereichen umstrukturiert:

- Abspaltung der Produktionstätigkeit auf die neu gegründete **Merz Fertigungs-AG** durch Übernahme von Aktiven von CHF 180 424.99, Fremdkapital von CHF 80 424.99 mit einem Aktienkapital von CHF 100 000.
- Abspaltung der Vertriebstätigkeit auf die neu gegründete **Merz Bäckerei-Konditorei-Verkaufs-AG** durch Übernahme von Aktiven von CHF 125 012.30 und Fremdkapital von CHF 25 012.30 mit einem Aktienkapital von CHF 100 000.
- Herabsetzung des Aktienkapitals der übertragenden Gesellschaft von CHF 500 000 auf CHF 300 000 und Zweckänderung auf Halten von Beteiligungen, Erwerb, Verwaltung und Veräusserung von Grundeigentum und Änderung der Firma auf **Merz Immobilien-AG**.

Beispiel Spaltung nach FusG (börsenkotierte Gesellschaften): Eichhof Holding AG

Die Eichhof-Gruppe umfasste bis 2008 drei Bereiche: Getränke (insbesondere Bierbrauerei), Datacolor (Farbmetrik), Immobilien. Im April 2008 unterbreitete Heineken im Einvernehmen mit dem Hauptaktionär ein Übernahmeangebot für den Getränkebereich, weshalb eine ausserordentliche Generalversammlung im Juni 2008 den Spaltungsplan mit einer Abspaltung auf eine neu zu gründende Eichhof Getränke Holding AG zu genehmigen hatte. Die Aktien der neuen Gesellschaft wurden an die bisherigen Aktionäre der Eichhof Holding abgegeben.

Diese bildeten den Gegenstand des Übernahmeangebotes, welches wie erwartet ohne Probleme zu Stande gekommen ist. Von den verbleibenden Divisionen wurde der Bereich Immobilien durch Verkauf desinvestiert und Datacolor an der SIX kotiert.²³⁸

²³⁷ Quelle: SHAB vom 9.10.2008.

²³⁸ Quelle: Offizielle Dokumente zur Spaltung Eichhof Holding bzw. Eichhof Getränke Holding AG. Verschiedene Presseartikel während des Verfahrens.

In der Praxis ist die Spaltung nach FusG wenig verbreitet. Grössere Gesellschaften wählen nicht das umständliche Verfahren nach FusG, sondern das traditionelle Vorgehen in zwei Schritten:

1. Ausgliederung der betroffenen Vermögenswerte auf eine bestehende oder neu gegründete Tochtergesellschaft durch Vermögensübertragung.
2. Übertragung der Aktien der Tochtergesellschaft direkt an die Aktionäre der Muttergesellschaft, z. B. in Form einer Sachdividende oder indirekt über Bezugs- oder Kaufrechte.

Die Spaltung ist ein Veräusserungstatbestand der übertragenden Gesellschaft und betriebswirtschaftlich eine Form der Desinvestition.

14.4.3 Steuerrechtliche Aspekte

Die Besteuerung einer Spaltung entfällt bzw. die Übertragung von stillen Reserven bei juristischen Personen wird nicht besteuert nach DBG 61 I lit. b, wenn vier Tatbestände kumulativ erfüllt sind:

- Fortbestehen der Steuerpflicht in der Schweiz.
- Übernahme der steuerrechtlich massgeblichen Werte.
- Übertrag eines Betriebs oder Teilbetriebs.
- Weiterführung eines Betriebs oder Teilbetriebs bei den beteiligten Unternehmen («Erfordernis der doppelten Betriebstätigkeit»).

Es besteht somit keine Veräusserungssperrfrist. Der Begriff eines Betriebs oder Teilbetriebs ist in der Praxis von grosser Bedeutung. Ein Betrieb oder Teilbetrieb wird angenommen, wenn ein Unternehmen auf dem Markt Leistungen erbringt, über Personal verfügt und der Personalaufwand in einem angemessenen Verhältnis zwischen Personalaufwand und Ertrag verfügt.²³⁹

Eine Holding hat spezielle Erfordernisse für die Steuerneutralität zu erfüllen. Das Betriebserfordernis kann auf Stufe Holding oder auf der Stufe der aktiven Gesellschaft erbracht werden.²⁴⁰ Ein wesentliches Merkmal für einen Betrieb auf Holdingstufe ist, dass eine Beteiligung an einer aktiven Gesellschaft gehalten wird und eine Mindestbeteiligung von 20 % vorzuliegen hat. Auch ist genügend Personal bei der Holding zu beschäftigen und die Holdinggesellschaft ist nach der Spaltung weiterzuführen.²⁴¹

Auch für Immobiliengesellschaften und Immaterialgüterrechtsunternehmen bestehen spezielle Anforderungen für die Steuerneutralität einer Spaltung.

239 KS 5a Umstrukturierungen vom 22.2.2022, S. 64.

240 KS 5a Umstrukturierungen vom 22.2.2022, S. 65.

241 KS 5a Umstrukturierungen vom 22.2.2022, S. 65.

14.5 Konzerninterne Übertragung

Das Steuerrecht (DBG) kennt eine Möglichkeit, wie Vermögenswerte innerhalb eines Konzerns steuerneutral übertragen werden können. Zivilrechtlich kann dies als Verkauf, als Vermögensübertragung nach dem FusG, als Spaltung und als Naturaldividende an die Muttergesellschaft mit anschliessender Sacheinlage in die andere Gesellschaft.²⁴²

Vermögenswerte können steuerneutral zwischen Konzerngesellschaften übertragen werden. Das heisst, die stillen Reserven auf diesen Vermögenswerten werden nicht besteuert. Nach DBG 61 III und IV kann die Steuerneutralität gesichert werden, wenn folgende Tatbestände kumulativ erfüllt sind.²⁴³

- Die Konzerngesellschaften unterstehen der Kontrolle einer Muttergesellschaft durch Stimmmehrheit oder andere Weise der Kontrolle.
- Es besteht eine Mindestbeteiligung von 20 % an den Gesellschaften.
- Es sind Betrieb oder Teilbetriebe übertragen worden bzw. Gegenstände des betrieblichen Anlagevermögens.
- Die Vermögenswerte bzw. die Kontrolle wird während fünf Jahren nach dem Übertrag fortgeführt.

Wird die Kontrolle aufgegeben oder die Vermögenswerte veräussert, erfolgt eine Nachbesteuerung, sofern die Sperrfrist von fünf Jahren nicht eingehalten wird.

14.6 Andere Formen der Desinvestition

14.6.1 Begriff und Arten

Desinvestitionen (Disvestiture) sind das Gegenteil von Investitionen. Ein Investitionsobjekt wird verkauft oder stillgelegt. Im Zusammenhang mit Umstrukturierungen handelt es sich um das Gegenteil von Akquisitionen oder Fusionen.

Als **Desinvestition** wird die Veräusserung oder Abspaltung von Divisionen oder strategischen Geschäftseinheiten bezeichnet.

Wegleitend für Desinvestitionen ist vielfach das **Best-Owner-Prinzip** (bester Eigener). Es geht darum, den Käufer zu finden, welcher aus den abgetretenen oder abgespaltenen Vermögenswerten einen höheren Nutzen erzielt als der bisherige Eigentümer und den entsprechenden Preis dafür bezahlt.²⁴⁴

242 KS 5a Umstrukturierungen vom 22.2.2022, S. 81.

243 KS 5a Umstrukturierungen vom 22.2.2022, S. 82.

244 Weber, B./Siegert, Th./Gomez, P.: Firmen kaufen und verkaufen: M & A-Leitfaden, Zürich 2007, S. 52.

Als Käufer oder Empfänger der abgetretenen oder abgespaltenen Vermögenswerte kommen in Betracht:

- Fremde Unternehmen, Konkurrenten Sell-off
- Bisherige Aktionäre Spin-off
- Neue Aktionäre durch IPO Equity Carve-out oder Split-off
- Bisheriges Management Management Buy-out
- Bisherige Mitarbeiter Employee Buy-out

Eine besondere Bedeutung haben Desinvestitionen für Finanzinvestoren als Exit im Rahmen von Private-Equity- oder Venture-Finanzierungen.

14.6.2 Desinvestition durch Sell-Off (Trade Sale)

Eine **Desinvestition** (Divestment, Disposal) liegt vor, wenn durch Verkauf eine vollständige oder bedeutende Reduktion des Eigentumsanteils an einer Unternehmung oder eines klar abgegrenzten Geschäftsbereichs erfolgt.

Es kann sich um eine funktionelle Einheit (Abteilung), eine abrechnungstechnische Einheit (Produktgruppe) oder eine rechtliche Einheit (Tochtergesellschaft) handeln, welche für den Käufer attraktiv ist, weil er das Wertpotenzial besser nutzen kann. Gründe für den Verkauf sind ein schrumpfender Markt, Beschaffung von Mitteln für andere Geschäfte, Neuausrichtung, Reduktion der Leistungs- und Fertigungstiefe, einheitlicher Marktauftritt. Eine Desinvestition kann auch durch Initiative von Kaufinteressenten ausgelöst werden. Ziel der Desinvestition ist die Wertsteigerung für die verkaufende Unternehmung. Diese wird prägnant mit der Formel $4 - 1 = 5$ ausgedrückt.

Beim Unternehmensverkauf stehen zwei Vorgehensvarianten zur Verfügung:

- **Direkter Verkauf**

Vertraglich sind u. a. folgende Fragen zu regeln: Nichtexklusivität, Vereinbarung eines Reuegeldes, verbindlicher Ablaufplan, Kostenregelung, das Recht, sich jederzeit ohne weitere Verpflichtungen von den Verhandlungen zurückzuziehen.

- **Auktionsverfahren**

Dieses stellt eine mehrstufige Selektion der Kaufinteressenten in einem mehrphasigen Bieterverfahren dar.²⁴⁵ Mit der Auktion soll der Verkaufsprozess zeitlich konzentriert werden und der Verkäufer mehrere vergleichbare Kaufofferten erhalten, ohne die Kontrolle über den Verkaufsprozess zu verlieren. Die

²⁴⁵ Weber, B./Siegert, Th./Gomez, P.: Firmen kaufen und verkaufen: M & A-Leitfaden, Zürich 2007, S. 188 und 192 ff.

Vorbereitung des Verfahrens ist allerdings zeitaufwändig und für beide Partner mit erheblichen Kosten verbunden (Informationsmanagement mit Unternehmenspräsentation, Einrichtung eines Datenraums (Dataroom), Betriebsbesichtigungen, Managementinterviews).

Beispiel Trade Sale Hochdorf-Gruppe

Die Hochdorf-Gruppe hielt 2010 über die Dachgesellschaft Hochdorf Holding vier Tochtergesellschaften: Hochdorf Swiss Milk, Hochdorf Nutritec, Hochdorf Nutrifood und Hochdorf Nutribake. Nutribake belieferte das Backgewerbe und Grossbäckereien mit Backmitteln, Backmischungen, Fettstoffen und Handelswaren. Die wichtigste Kundengruppe, die gewerblichen Bäckereien, nahm wegen des Wettbewerbsdrucks der Grossverteiler stetig ab und ausländische Grosskonzerne mit Konkurrenzprodukten wurden vermehrt in der Schweiz tätig. Aus strategischen Gründen wurde die Sparte Nutribake im Mai 2011 mit einem Umsatz von rund CHF 32 Mio. an die Bakels-Gruppe verkauft. Aus dem Verkauf erzielte die Hochdorf-Gruppe einen Netto-Gelderlös von CHF 17.1 Mio. und einen Gewinn von CHF 16.4 Mio. Der Käufer führt die Gesellschaft als eigenständige Unternehmung unverändert weiter. Die Auswirkungen der Desinvestition sind vor allem für die Ertragslage relevant. Aus diesem Grund wurde der Emissionsprospekt für die 3 %-Wandelanleihe 2011 bis 2016 unter der Annahme einer bereits 2010 wirksamen Abspaltung mit einer Proforma-Rechnung ergänzt, um die Auswirkungen der Desinvestition offenzulegen.²⁴⁶

Dar. 25

In Mio. CHF	Hochdorf-Konzern zuvor	Hochdorf Einzelabschluss Nutribake	Intercompany Tranaktion	Hochdorf-Konzern neu
Umsatz	350.9	-32.1	+8.4	327.2
EBIT	4.1	-2.6	+0.1	1.6
Konzerngewinn	4.0	-2.4	+0.2	1.8
Eigenkapital	129.9	-4.6	+0.1	125.4

246 Quelle: Emissionsprospekt Wandelanleihe und Halbjahresbericht 30.6.2011, Geldflussrechnung.

14.6.3 Desinvestition durch Equity Carve-out

Der **Equity Carve-out** ist eine besondere Form des Spin-offs, indem die Aktien der zu veräussernden Tochtergesellschaft im Rahmen eines *Initial Public Offering* (*Going Public*) auf dem Kapitalmarkt angeboten werden.

Dabei wird entweder das gesamte Kapital, nur die Mehrheit oder gegebenenfalls nur eine Minderheit bei Investoren platziert. Man spricht auch von *Split-off -IPO* oder *Equity Carve-out* mit Sekundärplatzierung. Der Gesellschaft fliesst – anders als beim liquiditätsneutralen Spin-off – frisches Geld zu. Die Mittel können zur Schuldentilgung, für eine Sonderausschüttung an die Aktionäre (so beim Equity Carve-out des Selecta Automatengeschäftes durch die Valora Holding 1997) oder zur Erhöhung der Liquiditätsreserven (Kriegskasse) verwendet werden. Überdies erzielt die Gesellschaft einen Kapitalgewinn aus der Differenz zwischen dem Emissionserlös und dem Buchwert der Beteiligung.

Beispiel Equity Carve-out: Zurich Financial Services (ZFS)/Converium Holding

Aus strategischen Überlegungen hat die Zurich Financial Services (ZFS) beschlossen, sich vom gesamten Rückversicherungsgeschäft zu trennen. Die vier Rückversicherungsgeschäftseinheiten wurden am 1. Oktober 2001 in der Converium Gruppe zusammengefasst unter der Converium Holding Zug mit einem Aktienkapital von CHF 400 Mio. eingeteilt in 40 Mio. Namenaktien von CHF 10 Nennwert. In einem IPO wurden mindestens 35 Mio. Aktien öffentlich angeboten, wobei der Platzierungspreis im Bookbuilding-Verfahren auf CHF 82 festgesetzt worden ist. Die Converium-Aktien wurden an der SIX und an der NYSE kotiert. Die ZFS-Gruppe, deren Finanzlage in diesem Zeitpunkt angespannt war, verwendete den Gewinn aus dem Emissionserlös zur Verstärkung des Eigenkapitals. 2007 wurden nach einem öffentlichen Übernahmeangebot durch den französischen Rückversicherer Scor die Converium-Aktien dekotiert und die Namenaktien Scor zum Handel an der SIX zugelassen.²⁴⁷

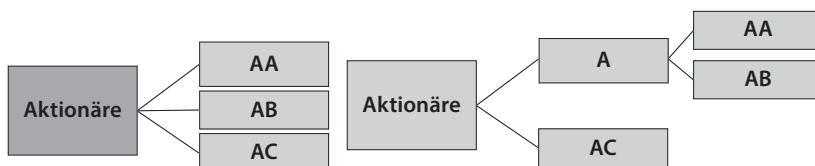
14.6.4 Desinvestition durch Spin-off

Mit einem **Spin-off** wird ein rechtlich selbständiger Unternehmungsteil (Tochtergesellschaft oder Subholding) in Form einer Sachdividende (Portefeuilleausschüttung) an die Aktionäre abgetrennt.

247 Quelle: Kotierungsinserat vom 22.11.2001. Finanzstudie Bank Sarasin vom 5.11.2001

Spin-offs dienen vor allem der Entflechtung von diversifizierten Konzernen oder zur Umstrukturierung eines Mehrspartenkonzerns in einen auf einen Bereich beschränkten sogenannten Pure Player. Aus dieser Form der Desinvestition fließen dem Konzern keine flüssigen Mittel zu.

Die Aktien der Tochtergesellschaft AC werden an die Aktionäre der Muttergesellschaft A über einen Spin-off ausgeschüttet. Die Situation präsentiert sich nachher wie in Darstellung 26 gezeigt.



Dar. 26: Spin-Off-Effekte

Vom Spin-off wird eine deutliche Erhöhung des Shareholder Value erwartet, vor allem bei einer Branche mit überdurchschnittlichem Gewinnpotenzial, welches von der Börse bei einem Einspartenkonzern über dem Marktdurchschnitt bewertet wird.

Eine eigentliche Spin-off-Welle bei grossen US-Konzernen konnte 2011 festgestellt werden.²⁴⁸ Untersuchungen von Spin-offs in den USA und in Europa zeigen deutlich positive Reaktionen in Form abnormer Renditen.

Spin-offs sind eine Defiananzierung, weil Eigenkapital als Sachdividenden an die Aktionäre abfliesst. Spin-offs sind in US-Konzernen verbreitet, in der Schweiz stellen sie eine neuere Erscheinung dar.

Beispiel Spin-off Roche/Givaudan

Die Konzentration auf das Kerngeschäft Pharma und Diagnostica hat Roche bewogen, die Division Riechstoff-Aromen »Givaudan« abzuspalten. Der Spin-off erfolgte im Mai 2000 in Form einer Sonderdividende von CHF 10 netto (= 65 %), entsprechend dem Nennwert einer Aktie Givaudan (zusätzlich zur ordentlichen Dividende von CHF 100 je Aktie/Genussschein). Weil die Verrechnungssteuer von 35 % (= CHF 5.39) von Roche übernommen worden ist, war der Betrag von CHF 15.39 für Privatpersonen einkommensteuerpflichtig.²⁴⁹

²⁴⁸ US-Firmen verstärken Spin-offs. Aus Eins mach Zwei, unter Bezugnahme auf die durchgeführten Spin-offs von Kraft Foods, Sara Lee und Hewlett Packard, in: NZZ vom 22.8.2011.

²⁴⁹ Quelle: FuW vom 8.12.1999 und 19.4.2000.

Spin-off mit Kapitalherabsetzung der übertragenden Gesellschaft Gurit/Medisize

Der Gurit-Heberlein-Konzern umfasste bis 2006 zwei Geschäftsbereiche: Hochleistungs-Kunststoffe und Health Care (medizinische und zahnmedizinische Verbrauchsgüter). 2005 hat der Verwaltungsrat beschlossen, die Tochtergesellschaften des Geschäftsbereichs Health Care durch Einbringung in eine eigene Holding-Gesellschaft zu verselbständigen. In einem ersten Schritt wurde im Dezember 2005 die Medisize Holding durch Sacheinlagen/Sachübernahmen gegründet. Die Generalversammlung der Gurit-Heberlein Holding hat im April 2006 beschlossen, das Aktienkapital im Umfang des Aktienkapitals der Medisize Holding von CHF 46.8 Mio. auf CHF 23.4 Mio herabzusetzen, bestehend neu aus 420 000 Inhaberaktien zu CHF 50 und 24 000 Namenaktien zu CHF 10 und für jede Inhaberaktie 10 Namenaktien der

Medisize Holding zu CHF 5 nominal und für jede Namenaktie Gurit 2 Namenaktien der Medisize Holding auszuhändigen. Zur Ausstattung der Medisize Holding mit Eigenkapital wurden CHF 30.4 Mio. Reserven übertragen. Die EStV bezeichnet im dazumal relevanten Kreisschreiben 5/04 den Spaltungsvorgang mit Kapitalherabsetzung der übertragenden Gesellschaft als Split-off.

Auswirkungen des Split-off in der Bilanz der Gurit-Holding:

Dar. 27

Mio. CHF	2005	2006
Umlaufvermögen	26.3	34.9
Darlehen Konzern	86.1	43.3
Beteiligungen	89.6	38.3*
Aktiven	202.0	116.5
Kfr. Fremdkapital	36.5	13.9*
Aktienkapital	46.8	23.4*
Gesetzliche Reserve	23.4	11.7
Freie Reserve	47.3	29.3
Bilanzgewinn	48.1	38.2
Passiven	202.0	116.5
* Abspaltung Medisize		

In der Konzernrechnung wurde die Verminderung der Gewinnreserve durch Abspaltung der Medisize mit CHF 122.6 Mio. ausgewiesen.

2008 beschloss der Verwaltungsrat, das Medizinal-Geschäft an einen durch ein Private-Equity-Konsortium beherrschten Konkurrenten zu verkaufen, die Geschäftstätigkeit auf den Dentalbereich zu beschränken und die Firmenbezeichnung auf Coltène Holding abzuändern. Vom Verkaufsgewinn von CHF 105 Mio. wurden CHF 93 Mio. durch eine Nennwertreduktion von CHF 5 auf CHF 0.10 und durch Aktienkauf mit entsprechender Kapitalherabsetzung an die Aktionäre ausgeschüttet. Am ersten Handelstag (23. Juni 2006) notierten die Medisize-Aktie CHF 93, die Inhaberaktie Gurit ex CHF 665. Die Namenaktien der Gurit-Holding sind nicht kotiert.²⁵⁰

Steueroptimierungen führen bei Spin-offs hin und wieder zu komplizierten Transaktionen, indem der Spin-off anders als bei Roche/Givaudan in Etappen durchgeführt werden muss, so jener der Syngenta durch Novartis im November 2000 oder der Spin-off von Sulzer Medica im April 2000.

Aus der Sicht der Aktionäre stellt sich die Frage, ob ein Spin-off oder ein Equity Carve-out vorteilhaft er ist. In einer umfassenden Performance-Untersuchung wurde festgestellt, dass die Börse Spin-offs vorzieht. Der Entscheid für einen Equity Carve-out wird aus der Sicht des Managements vor allem unter Finanzierungsaspekten getroffen. Der Spin-off ist liquiditätsneutral, während der Equity Carve-out, wie die Beispiele zeigen, zur Stärkung des Eigenkapitals und Äufnung der Liquiditätsreserven eingesetzt wird.²⁵¹

Spin-off ohne Kapitalherabsetzung der übertragenden Gesellschaft Rieter/Autoneum

Der Rieter-Konzern ist aus einer Textilmaschinenfabrik hervorgegangen. Das Tätigkeitsgebiet wurde in den 1980er-Jahren durch Erwerb von Beteiligungen aus dem Bereich der Zulieferunternehmen der Autoindustrie erweitert (Systeme und Komponenten für Fahrzeugakustik und Hitzeschutz, Teppich- und Koffer-raumsysteme). 2010 erzielte der Bereich Textile Systems CHF 870 Mio. Umsatz mit einer EBIT-Marge von 9.2 %, jener der Automotive Systems CHF 1 715 Mio. Umsatz mit einer EBIT-Marge von 1.8 %.

Weil nach der Auffassung des Verwaltungsrates beide Bereiche als fokussierte eigenständige Gesellschaften auf dem Markt bestehen können, sollte der Konzern zur klareren Positionierung auf beide Geschäftsbereiche mit separater Börsenkotierung aufgeteilt werden.

250 Quellen: FuW vom 1.3.2008, Traktandenliste GV vom 12.4.2006, Geschäftsbericht Gurit 2006.

251 Drobertz, W. et al.: Von »lahmen Enten« und »heissen Töchtern«. Warum Spin-offs im Vergleich zu Carve-outs eine Überrendite erzielen, in: FuW, 31.8.2005.

Die Rieter Holding hat im Dezember 2010 Autoneum Holding als 100 %-Tochtergesellschaft gegründet und Aktiven und Passiven des Geschäftsbereichs Automotive Systems mit einem Gesamtbuchwert von CHF 96.0 Mio. gegen Ausgabe von 4 672 363 Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 0.05 eingebracht. Die restlichen Beteiligungen im Gesamtbuchwert von CHF 79.0 Mio. wurden gegen eine Entschädigung aus einem Term Loan und einer Revolving- Finanzierung sowie Abtretung von Darlehensforderungen der Rieter Holding gegenüber Gesellschaften des Bereichs Automotive Systems gegen Zahlung von CHF 6 Mio. übernommen. (Der Revolvingkredit kann zurückbezahlt und wieder beansprucht werden.) Die Autoneum erhielt von den Hauptaktionären der Rieter Holding ein nachrangiges Aktionärsdarlehen von je CHF 12.5 Mio. mit einer Laufzeit bis längstens 31. 12. 2014. Die 4 762 363 Namenaktien der Autoneum Holding wurden den Aktionären der Rieter Holding im Verhältnis von 1:1 als Sonderdividende zu Lasten des Bilanzgewinns von CHF 327.6 Mio. am 12. Mai 2011 ausgeschüttet. Am 13. Mai. 2011 wurde die Rieter-Aktie ex Autoneum gehandelt und der Handel mit Autoneum-Aktien an der SIX aufgenommen. Zu den Schlusskursen des ersten Handelstages ergab sich ein Kursverlust von 1.4 % zur letzten Notierung der »alten« Rieter-Aktien. Die Transaktion wurde in der Wirtschaftspresse zurückhaltend beurteilt, wie dies die Titel von Zeitungsartikeln zeigen: »Autoneum stösst auf Skepsis« (FuW), »Autoneum geht mit einem Handicap an den Start« (Tages Anzeiger) oder »Autoneum wird kaum selbständig überleben« (NZZ am Sonntag) und zuletzt »Spaltprodukt auf Talfahrt« (SHZ). Am 31. 8. 2011 notierte die Rieter-Aktie CHF 159, Autoneum CHF 56.80. Beide Gesellschaften zusammen wiesen einen Börsenwert von CHF 998 Mio. auf, was gegenüber dem Marktwert der Rieter-Aktie zum Jahresschlusskurs von CHF 1 584 Mio. einem überdurchschnittlichen Kursverlust von 37 Prozent entspricht. Dies zeigt, dass ein Spin-off kein Garant für einen Mehrwert für die Aktionäre darstellt. Weil die Aufteilung als steuerneutrale Umstrukturierung erfolgte, hat die Ausschüttung für natürliche Personen mit Steuerdomizil in der Schweiz keine Einkommenssteuer zur Folge. Sie hat auch keine Folgen für die Gewinnsteuer der Rieter Holding, Autoneum und ihre jeweiligen Tochtergesellschaften.²⁵²

14.6.5 Desinvestition durch Ausgliederung

Bei der Ausgliederung überträgt eine Gesellschaft Vermögenswerte auf eine Gesellschaft, an der sie sich beteiligt oder bereits beteiligt ist. Die Ausgliederung ist im FusG nicht geregelt. Die Übertragung kann rechtlich durch Sacheinlagen, Verkauf oder Vermögensübertragung gemäss FusG erfolgen.

²⁵² Quelle: Geschäftsbericht 2010, Aktionärsinformation zur beantragten Aufteilung vom 22.3.2011, Kursangaben gemäss Vontobel Stock Guide.

Die Übertragung von Vermögenswerten an eine Tochtergesellschaft durch Ausgliederung ist nach DBG 61 III steuerneutral soweit kumulativ die Steuerpflicht in der Schweiz fortbesteht, wenn die bisher für die Gewinnsteuer massgebenden Werte übernommen werden und es sich bei den übertragenen Vermögenswerten um Betrieb, Teilbetrieb oder Gegenstände des betrieblichen Anlagevermögens handelt und die übernehmende Gesellschaft eine inländische Tochtergesellschaft ist. Zudem ist die übliche Veräusserungssperrfrist von fünf Jahren zu beachten.

14.7 Targeted oder Tracking Stocks

Die Aktien diversifizierter Konzerne, insbesondere von Konglomeraten, werden oft mit einem Abschlag gehandelt, welcher den Aktien vom Markt als »Strafe« für das Halten von unverbundenen Geschäftseinheiten auferlegt wird (sogenannter »Conglomerate Discount«).

Im Rahmen von strategischen Neuorientierungen werden daher oft Geschäftsbereiche, in welchen keine besonderen Kernkompetenzen des Konzerns verankert sind, in den bereits erwähnten Formen abgespalten. Eine Vielzahl von empirischen Studien weisen darauf hin, dass solche Massnahmen vom Markt positiv aufgenommen werden und damit Wert für die desinvestierende Unternehmung geschaffen wird.

Trotz dieser deutlich empirisch nachgewiesenen Vorteile besteht in der Praxis das Problem, dass Restrukturierungen, in deren Folge Desinvestitionen vorgenommen werden, mit wesentlichen Nachteilen verbunden sein können. So können beispielsweise Synergieeffekte, welche aufgrund des Konzernverbunds bestehen, verloren gehen. Dies mag u. a. ein Grund sein, warum verschiedene Konglomerate den Status quo beibehalten und auf substanzielle Desinvestitionen verzichten.

In den USA ist ein Konzept entwickelt worden, welches helfen soll, diese Nachteile zu verhindern. Die Lösung besteht in einer Reorganisation der Aktienkapitalstruktur und der Ausgabe verschiedener Klassen von sogenannten »Targeted Stock« (auf Deutsch etwa »Geschäftsbereich-Aktien« oder »divisionalisierte Aktien«), die an die Performance der einzelnen Geschäftsbereiche gebunden sind.²⁵³ Verwandte Begriffe sind *Tracking Stocks*, *Alphabet Stocks* oder *Letter Stocks*.

Targeted Stocks sind Aktien, deren Mitgliedschafts- und Vermögensrechte so ausgestaltet sind, dass sie indirekte Beteiligungen an einem Teil des Unternehmens ermöglichen, ohne dass sich diese Unternehmung in der Folge rechtlich aufspaltet.

253 Bauer, M.: Targeted Stocks als Alternative zu Desinvestitionen, Dissertation Fribourg, 1999.

Als erster Konzern setzte in den USA General Motors Target Stocks 1985 in Form der GM-Class-H Aktien ein. Aus aktueller Sicht muss das Konzept als Modeerscheinung des Financial Engineering beurteilt werden.

15 Unternehmensverbindungen

15.1 Bedeutung und Arten von Unternehmensverbindungen

In einer wachsenden Wirtschaft muss eine Unternehmung, die konkurrenzfähig und damit langfristig lebensfähig bleiben will, ihre Aktivitäten stetig weiterentwickeln. Sie ist darauf angewiesen, am Wachstum der für sie relevanten Märkte teilzunehmen. *Internes oder organisches Wachstum* beruht auf einem Ausbau betrieblicher Kapazitäten aufgrund steigender Nachfrage. Umsatzausweitungen und grössere Marktanteile können auch zugekauft werden, indem die eigenen betrieblichen Tätigkeiten, mit denen einer anderen Unternehmung zusammengelegt werden. Das Wachstum durch Verbindung von Unternehmen zu einer wirtschaftlichen Einheit wird als *externes Wachstum* bezeichnet.

Unternehmensverbindungen entstehen durch Vereinigung von bisher rechtlich und wirtschaftlich selbständigen Unternehmungen unter Einsatz von unterschiedlichen Rechtsformen zu grösseren Wirtschaftseinheiten.

Aus dem US-Investmentbanking stammt für besondere Formen von Unternehmensverbindungen (Zusammenschluss durch Kauf oder Fusion) die Sammelbezeichnung **Mergers & Acquisitions (M&A)**. Diese umfasst in der weiteren Fassung auch strategische Allianzen und vertragliche Kooperationen.²⁵⁴

Es wird im Folgenden nur die Käufersicht dargestellt. Für den Verkäufer handelt es sich um eine Desinvestition, entweder im Rahmen einer Nachfolgeregelung oder mit dem Ziel der Wertsteigerung durch den Verkauf an »den besten Eigner« (Best-Owner-Konzept),²⁵⁵ welcher im Verhältnis zu anderen möglichen Eigentümern das Wertpotenzial des Unternehmens am besten nutzen kann.

254 Müller-Stewens, G. et al.: Analysen, Trends und Best Practices, Stuttgart 2010, S. 4.

255 Weber, B./Siegert, Th./Gomez, P.: Firmen kaufen und verkaufen: M & A-Leitfaden, Zürich 2007, S. 105 ff.

15.2 Arten von Unternehmensverbindungen

Unternehmensverbindungen können wie folgt klassifiziert werden. Sie können nach der Intensität der Bindung unterschieden werden:

- **Kooperationen auf vertraglicher Grundlage**

Strategische Allianzen

Konsortien

Kartelle

Interessengemeinschaften

- **Konzentration durch finanziellen Zusammenschluss**

Beteiligungserwerb (Share Deal) und Konzernbildung

Käufliche Unternehmen von Aktiven und Passiven (Asset Deal)

Kreuzbeteiligung

Zwillingsaktiengesellschaft

Quasifusion

Echte Fusion

Ein wesentliches Merkmal der Unternehmensverbindungen auf vertraglicher Grundlage im Gegensatz zum Zusammenschluss ist die Kündbarkeit. Vertragliche Unternehmensverbindungen werden deshalb oft durch eine Aktienbeteiligung abgestützt. Bei einer allfälligen Vertragsauflösung besteht die Aktienbeteiligung weiter, denn Aktionäre können weder kündigen noch ausgeschlossen werden.²⁵⁶

Kreuzbeteiligungen, Zwillingsaktiengesellschaften und Quasifusion werden als *fusionsähnliche Zusammenschlüsse* bezeichnet.

- **Mischformen**

Gemeinschaftsunternehmen (Joint Venture)

Auch können Unternehmensverbindungen auch nach verbundenen Wirtschaftsstufen differenziert werden:

- **Horizontale Zusammenschlüsse**

Verbindung von Unternehmen der gleichen Produktions- oder Handelsstufe, z. B. in der Medienbranche (Übernahme der Espace Media Gruppe Bern und der Edipresse Gruppe Lausanne durch Tamedia) sowie in der Brauerei-Industrie (Übernahme der schweizerischen Grossbrauereien durch ausländische Brauereikonzerne).

- **Vertikale Zusammenschlüsse**

Verbindung von aufeinanderfolgenden Produktions- und Handelsstufen, entweder durch Rückwärts- oder Vorwärtsintegration (Backward oder Forward Integration). So hat der Bekleidungskonzern Hugo Boss neben der Produktion in den

²⁵⁶ Bei einer GmbH-Beteiligung kann die Gesellschaft jedoch bei Vorliegen eines wichtigen Grundes gerichtlich auf Ausschluss eines Gesellschafters und ein Gesellschafter auf Austritt klagen (OR 822 und 823).

letzten Jahren auch eine Kette eigener Ladengeschäfte, desgleichen die Calida Group aufgebaut.

- **Marketingkonzentrische Zusammenschlüsse**
Unternehmen mit gleicher Kundengruppe, gleichem Vertriebssystem, aber anderen Produkten und/oder anderer Produktion (z. B. Sportschuhe und Trainingsanzüge).
- **Technologiekonzentrische Zusammenschlüsse**
Gleiche Forschung und Entwicklung oder gleiche Produktion, aber unterschiedliche Kundengruppen (z. B. Feinchemikalien für pharmazeutische und auch für kosmetische Produkte).
- **Konglomerale Zusammenschlüsse**
Unternehmen unterschiedlicher Charakteristika werden im Interesse der Risikostreuung erworben.

15.2.1 Motive

Die Gründe, die zu Unternehmensverbindungen führen, sind mannigfaltig. Die nachfolgenden Motive sind die wesentlichen Gründe aus den letzten Jahrzehnten beobachtbaren Unternehmensverbindungen auf der Schweiz:

- **Wachstumsstrategien**
Das Wachstum als während Jahrzehnten allgemein anerkanntes wirtschaftspolitisches Ziel ist zwar unter ökologischen und sozialen Aspekten nicht mehr unumstritten. Die Unternehmungen können sich jedoch auf dem Markt nur behaupten, wenn sie sich langfristig auf Wachstumsziele ausrichten. Stösst das unternehmensinterne Wachstum an Grenzen, ist zur Erreichung der Markt- und Produktziele die Übernahme von leistungswirtschaftlichen Potenzialen anderer Unternehmen unausweichlich. Dank M&A-Aktivitäten ist ein rascher Zugang zu neuen Ressourcen möglich. Überdies erfordert die Globalisierung von bedeutenden Unternehmen für die weltweite Präsenz eine bestimmte Grösse, welche in der Regel innert nützlicher Frist nicht durch organisches Wachstum, sondern nur durch Übernahmen erreicht werden kann. Dem Streben nach einer führenden Marktposition liegt im Allgemeinen auch das Ziel zu Grunde, Nutzen aus der Marktmacht zu ziehen. Kleinere Übernahmen in bestehenden Märkten werden als Bolt-on-Akquisitionen bezeichnet.
- **Rationalisierung und Kostensenkung**
Zur Vermeidung einer Doppelspurigkeit in der Produktentwicklung, der Fabrikation und im Vertrieb ermöglicht ein Zusammenschluss oft Kosteneinsparungen durch Betriebsvergrößerung (Economies of Scales) oder durch gemeinsame Herstellung eines verwandten Leistungsprogrammes (Economies of Scope). Naturgemäss stehen dabei vor allem Zusammenschlüsse innerhalb der gleichen Branche im Vordergrund wie bei Bankgesellschaft/Bankverein zur UBS (1998), Schwartau/Hero Konserven (2003), Migros/Denner (2007), Heineken/Eichhof

Getränke (2008), BASF/Ciba Spezialitätenchemie (2008), Novartis/Alcon²⁵⁷ (2011). In der Autoindustrie ist der 2011 erfolgte Zusammenschluss im Bereich Nutzfahrzeuge mit dem Erwerb der Aktienmehrheit von MAN durch den Volkswagenkonzern (VW-Nutzfahrzeug und SCANIA) sowie die 2012 erfolgte Übernahme Volkswagen/Porsche hervorzuheben. Angesichts der hohen Kosten für die Neuentwicklung von Produkten und die Erschliessung neuer Märkte kommt der Kauf einer bestehenden Unternehmung oft günstiger zu stehen als die eigene Produktentwicklung und Bemühungen zur Eroberung von Marktanteilen (Make-or-Buy-Entscheid).

- **Nachfolgeprobleme**

In Familienunternehmungen ist das ungelöste Nachfolgeproblem hervorgerufen z. B. durch Krankheit des Firmeninhabers oder Fehlen eines familieneigenen Nachfolgers vielfach Anlass zur Eingliederung in einen grösseren Unternehmensverbund.

- **Wirtschaftliche Schwierigkeiten**

Wirtschaftliche Schwierigkeiten können den Zusammenschluss mit einem finanzkräftigen Partner nahelegen. Der Zusammenschluss Enserch/Bouyges/Losinger²⁵⁸, die Übernahme der Caves Orsat durch Rouvinez Vins (Sierre) sowie zahlreiche Fälle unter Banken sind schweizerische Beispiele. Dabei können auch steuerliche Überlegungen bei der Übernehmenden Gesellschaft eine Rolle spielen (Nutzung eines Verlustvortrages der übernommenen Gesellschaft). Zusammenschlüsse zu Sanierungszwecken sind allerdings wegen des schwierig abzuschätzenden Restrukturierungsaufwandes oft besonders problembehaftet und stellen daher hohe Anforderungen an alle beteiligten Partner.

- **Asset Stripping**

Ein nicht gerade rühmliches Übernahmemotiv ist das sogenannte Asset Stripping. Die zu erwerbende Unternehmung wird nicht aus produktions- oder absatzwirtschaftlichen Überlegungen erworben, sondern in der spekulativen Absicht, deren Produktion vollständig oder teilweise stillzulegen und den Grundbesitz möglichst günstig zu veräussern.²⁵⁹ Asset Stripping wird durch die Tatsache begünstigt, dass der Veräusserungserlös einzelner Unternehmungsteile (Tochtergesellschaften, Produktbereiche), der sogenannte **Break-up-Value** im Allgemeinen höher liegt als der Übernahmepreis für die ganze Unternehmung, vor allem wenn deren Aktien an der Börse unterbewertet werden.

257 Alcon ist Weltmarktführer in der Augenheilkunde. Verkäufer der Alcon Aktienmehrheit war Nestlé, welche diese seinerzeit aus Diversifikationsüberlegungen erworben hatte. Nestlé will sich auf die Kernkompetenzen im Nahrungsmittelbereich konzentrieren.

258 Siehe dazu den Erfahrungsbericht aus der Sicht des betroffenen Managements: Losinger, V.: Erfolg und Krise einer Unternehmung – ein Lehrstück, Bern 1992.

259 Aus der schweizerischen Praxis ist als auch strafrechtlich relevantes Asset Stripping der Kauf der an der Berner Börse kotierten Aktien der GEROLAG Olten (Immobilien-gesellschaft) 1989/1990 zu erwähnen.

- **Irrationale Gründe**

Neben rein wirtschaftlichen Überlegungen sind oft auch irrationale Gründe für einen Unternehmenszusammenschluss massgebend: Grösse (Managerial Empire Building), Machtstreben im Eigeninteresse des Managements (Agency-Problematik) oder Prestige, wie dies ohne Zweifel auf verschiedene amerikanische Grossfusionen zutrifft. Deshalb wird in den USA von einer eigentlichen *Merger Mania* oder einem *Takeover Game* gesprochen. Firmenübernahmen wurden überdies häufig dem Management dadurch erleichtert, dass das eigene Unternehmen dank hoher Free Cashflows über reichliche Liquiditätsreserven verfügte.

Ein auffallendes Merkmal der M&A-Aktivitäten ist das *Wellenphänomen*²⁶⁰. Im Laufe der Jahrzehnte lassen sich immer wieder Perioden erkennen, in denen es zu einem markanten Anstieg von Unternehmensübernahmen und Fusionen kommt. Auch wenn es sich dabei in erster Linie um ein makroökonomisches Phänomen (Konzentrationsbewegung in der Wirtschaft) handelt, wirkt sich dieses auch auf den betriebswirtschaftlichen Erfolg oder Misserfolg der Transaktionen aus. Die Erfahrung zeigt, dass in Boomphasen mit haussierenden Aktienmärkten die Käufer bereit sind, höhere Risiken einzugehen, übersetzte Preise zu bezahlen und sich entsprechend hochzuverschulden.

Zuverlässige Statistiken über die Fusionstätigkeit in der Schweiz fehlen. Dies hängt u. a. auch damit zusammen, dass die privaten Aktiengesellschaften dominieren und über Mergers & Acquisitions in der Schweiz oft keine oder nur rudimentäre Informationen vorliegen. Trotz der in den letzten Jahren immer umfangreicheren M&A-Aktivitäten gibt es wenig objektive Darstellungen über die Vor- und Nachteile durchgeführter Firmenübernahmen und Fusionen.²⁶¹

15.2.2 Effizienz von M&A-Aktivitäten

Bei der Bekanntgabe von Unternehmenszusammenschlüssen informieren die beteiligten Unternehmen eher zurückhaltend über die echten Beweggründe. Dies mag auch damit zusammenhängen, dass die Unsicherheit über den Ausgang von

260 Müller-Stewens, G.: M & A als Wellenphänomen, in: Müller-Stewens, G. et al.: Mergers & Acquisitions, Stuttgart 2010, S. 14 ff.

261 Erni, P.: Die Basler Heirat, Zürich 1979, informiert umfassend über Motive, Durchführung und Resultate eines Unternehmenszusammenschlusses von zwei schweizerischen Grosskonzernen Ciba und Geigy. Die komplexe Verbindung der schweizerischen Brown, Broveri & Cie. (BBC) und der schwedischen Asea 1998 zum ABB-Konzern und die dramatische Entwicklung der ABB bis 2003 schildert Caterina, W.: ABB – die verratene Vision, Zürich 2003. Dem Verfasser standen allerdings – im Gegensatz zu Erni – die vertraulichen unternehmensinternen Unterlagen wie VR-Protokolle usw. nicht zur Verfügung. Die ausführliche Medienberichterstattung unter Mitwirkung der zuständigen Abteilung der ABB ermöglichte trotzdem eine aufschlussreiche Darstellung.

Übernahme- und Fusionsvorhaben meist sehr gross ist. In der Praxis sind Enttäuschungen für alle Stakeholders nicht selten.²⁶²

Wiederholt mussten teuer erworbene Unternehmen nach einigen Jahren mit Verlust wieder abgestossen oder stillgelegt werden. Vor allem Zusammenschlüsse mit dem Ziel der Diversifikation erweisen sich als besonders risikoträchtig.

Beispiele Gründe von erfolglosen M&A-Transaktionen Schwierigkeiten im Post Merger Management

Als besonders spektakulärer Flop erwies sich die 1998 als »Hochzeit im Himmel« bezeichnete Fusion von Daimler Benz und Chrysler zur Daimler Chrysler AG mit dem Ziel, einen Autoweltkonzern zu errichten. Nachdem sich die Zusammenarbeit wegen unrealisierter Synergien sowie unterschätzten kulturellen Hindernissen als verlustreich erwiesen hatte, verkaufte Daimler 2007 80.1 % der Chrysler-Aktivitäten an einen amerikanischen Finanzinvestor. 2009 musste Chrysler ein Insolvenzverfahren einleiten, wobei Daimler auf die restlichen Beteiligungsansprüche verzichtet hat. Nach durchgeführter Sanierung erwarb Fiat die Aktienmehrheit an Chrysler.²⁶³

Beispiel Verfehlt Strategie

Der Allianz Versicherungskonzern München hat 2001 zur Realisierung der sogenannte Allfinanzstrategie (Vereinigung von Bank- und Versicherungsdienstleistungen) für EUR 22.5 Mrd. die Dresdner Bank erworben. Nachdem das Allfinanzkonzept gescheitert war, wurde die Dresdner Bank 2008 für EUR 9.8 Mrd. an die Commerzbank verkauft, welche die Dresdner Bank voll integrierte, wodurch die traditionsreiche 120 Jahre alte Marke vom Markt verschwunden ist.²⁶⁴

Ein vergleichbarer Vorgang spielte sich auch in der Schweiz ab. Die CS Group hat nach einer ersten Phase der Zusammenarbeit auf Joint-Venture-Basis den 1997 erworbenen Versicherungskonzern Winterthur, nachdem das Allfinanzkonzept aufgegeben worden ist, 2008 an die französische AXA-Gruppe mit einem Buchgewinn von CHF 1 817 Mio. verkauft.²⁶⁵

262 Böse Zungen behaupten daher, es gebe bei einem Unternehmenszusammenschluss sieben Phasen: 1. Phase der Planung, 2. Phase der Begeisterung, 3. Phase der Ernüchterung, 4. Phase der Verwirrung, 5. Phase der Suche nach den Schuldigen, 6. Phase der Bestrafung der Unschuldigen, 7. Phase der Auszeichnung der Nichtbeteiligten.

263 Quelle: Appel, H./Hein, C.: Der Daimler Chrysler Deal, Stuttgart 1998, und Müller-Stewens et al.: Mergers & Acquisitions, Stuttgart 2010, S. 25 und 30, sowie Daimler Geschäftsberichte 2008 und 2009.

264 Quelle: Müller-Stewens, G. et al.: Mergers & Acquisitions, Stuttgart 2010, S. 68

265 Quelle: Jung, J.: Von der Schweizerischen Kreditanstalt zur Credit Suisse Group, Zürich 2000, S. 223 ff. Geschäftsbericht CS Group 2006, S. 167.

Beispiel Risikoreiche Diversifikation

Der mit dem Ziel der Diversifikation zur Verringerung der Abhängigkeit vom Wintersportartikelgeschäft 1990 erfolgte Zusammenschluss der Intersport Gruppe (Grosshandel Sportartikel, Reiseveranstalter) mit der E+H-Gruppe (Einkaufsgesellschaft der Eisen- und Haushaltfachgeschäfte) musste 1992 nach hohen Verlusten aufgelöst werden. Auch das andere Diversifikationsvorhaben, der Geschäftsbereich Reiseveranstaltung, musste aufgegeben werden.²⁶⁶

Es stellt sich die Frage, ob und wenn überhaupt nach welchen Kriterien der Erfolg eines Unternehmenszusammenschlusses gemessen werden kann.²⁶⁷ Zahlreiche Untersuchungen, vor allem in den USA, analysierten zu diesem Zweck die Reaktion des Kapitalmarktes auf die Ankündigung und Durchführung von Zusammenschlüssen. Verglichen wird die Rendite der fusionierenden Gesellschaften mit der allgemeinen Börsenentwicklung. Für die Aktionäre der zu übernehmenden Unternehmung ergeben sich in der Regel wegen dem vom Käufer bezahlten im Allgemeinen markanten Aufschlag auf dem aktuellen Börsenwert (Kontrollprämie) hohe (»abnormale«) Renditen. Aktionäre der übernommenen Unternehmung profitieren entweder nur bescheiden oder dann gar nicht vom Zusammenschluss.

Die Untersuchungen, die den Erfolg des Zusammenschlusses anhand der Auswirkungen auf die Erfolgsrechnung der übernehmenden Unternehmung messen, ergeben keine überzeugenden Resultate. Bei Untersuchungen durch Befragungen werden rund zwei Drittel der Zusammenschlüsse als erfolgreich beurteilt. Auch nach diesen Untersuchungen sind jedoch die Erfolgsaussichten für Diversifikationsvorhaben am schlechtesten. Ergebnisse von Befragungen sind allerdings mit Vorbehalt aufzunehmen, weil es dem Management schwerfällt, den Misserfolg einer Übernahme einzugestehen.

Zahlenmässige Angaben über Erfolg und Misserfolg von Fusionen werden oft publiziert, wobei auffällt, dass die Zahlen je nach Untersuchung erheblich differieren.²⁶⁸ Untersuchungen von McKinsey zu Post Merger Management Practice zeigen, dass rund 60 bis 70 % aller M&A-Transaktionen für die Aktionäre des kaufenden Unternehmens letztlich keinen Wert generieren. Dies ist in 15 bis 20 % der

266 Quelle: Diverse Medienberichte sowie Geschäftsberichte der Intersport.

267 Bubik, M.: Erfolgskriterien für Unternehmenszusammenschlüsse, Frankfurt 2005.

268 Nach einer Untersuchung von KPMG: Mergers and Acquisitions, Research Report, Dezember 2000 über M & A-Transaktionen von börsenkotierten Schweizer Unternehmungen: 1997 bis 1999 haben nur 33 % Wert geschaffen, 13 % haben keinen messbaren Erfolg erzielt und 54 % haben den Marktwert des Eigenkapitals reduziert. Die Resultate sind für Übernahmen innerhalb der Schweiz wesentlich besser im Vergleich zu Auslandakquisitionen. Nach einer Untersuchung von Ernst & Young 2006 hat zwischen 1992 und 2006 jede zweite Fusion von börsenkotierten Grossunternehmen den Unternehmenswert negativ verändert.

Fälle auf einen schlechten Deal zurückzuführen (zu hoher Kaufpreis, unrealistische Annahmen von Synergien, unerwartete Reaktionen von Mitbewerbern). In 40 bis 50 % der Fälle ist das schlechte Ergebnis trotz guter Vertragsbedingungen auf Fehler im Post Merger Management zurückzuführen. Lediglich 30 bis 40 % weisen sowohl ein gutes Vertragsergebnis und ein vorzügliches Post Merger Management aus und führten zu einer Wertsteigerung bei der übernehmenden Gesellschaft.²⁶⁹ Dies bestätigt die Aussage von Brealey/Myers/Allen: »The typical merger pushes most of the gains toward the selling shareholders.«²⁷⁰

Schwierigkeiten nach Unternehmungszusammenschlüssen entstehen häufig aus unterschiedlichen Unternehmungskulturen, Reibungsverlusten als Folge von Doppelbesetzungen, Verunsicherung der Mitarbeiter über den künftigen Einsatz, zu hoch eingeschätzte Synergiepotenziale und last but not least aus übersetzten Übernahmepreisen.

15.3 Unternehmensverbindungen aus vertraglicher Grundlage

Eine erste Stufe des Unternehmenszusammenschlusses ist die *Unternehmenskooperation auf vertraglicher Grundlage* ohne gleichzeitige finanzielle Beteiligung. Sie stellt den niedrigsten Intensitätsgrad eines Unternehmenszusammenschlusses dar. Darunter fallen die zwischenbetrieblichen Vereinbarungen über die Zusammenlegung von Unternehmensfunktionen oder Unternehmensbereichen, z. B. durch rechtlich bindende Absprachen über die Gestaltung der Produktsortimente, Rationalisierung des Vertriebs durch Zusammenlegung des Vertriebsapparates. Ziel solcher Vereinbarungen, auch **strategische Allianzen** genannt, ist die Nutzung der sich ergänzenden individuellen Stärken der Partner. Die beteiligten Unternehmen bewahren bei diesen gegenseitigen Abmachungen grundsätzlich ihre volle wirtschaftliche und rechtliche Selbständigkeit. Primäre finanzwirtschaftliche Auswirkungen hat die vertraglich geregelte Unternehmenskooperation nicht. Eine finanzielle Beteiligung kann jedoch eine Unterstützungsfunktion haben.

Beispiel Kooperationsverträge mit Abstützung durch finanzielle Beteiligung – Vontobel Gruppe/Raiffeisen Schweiz

Seit 1994 bestehen Kooperationsverträge zur gemeinsamen Entwicklung der Anlageproduktepalette, den Serviceangeboten und der Depotverwaltung für Anlagekunden von Raiffeisen. Der Kooperationsvertrag wurde 2004 erweitert

269 Schreiner, A./Wirth, M./Wirth, Th.: Erfolgsfaktoren aus der Praxis in der Umsetzung von Post Merger Management, in: Müller-Stewens et al.: Mergers & Acquisitions, Stuttgart 2010, S. 291.

270 In einer früheren Auflage war das Zitat noch markanter: »in mergers sellers generally do better than buyers.« Brealey, R./Myers, St./Allen, F.: Principles of Corporate Finance, Boston 2008, S. 909.

und 2009 bis mindestens zum 30.6.2017 verlängert. Die Kündigungsfrist beträgt 24 Monate. »Zur Untermauerung der langfristig angelegten Partnerschaft« hat sich Raiffeisen am Aktienkapital der Vontobel Holding mit 12.5 % beteiligt und damit Anspruch auf einen Sitz im Verwaltungsrat.²⁷¹

Beispiel Suzuki/Volkswagen

Der Volkswagenkonzern und Suzuki schlossen 2009 eine Vereinbarung über »eine langfristige strategische Partnerschaft« ab, welche durch eine Beteiligung von VW von 19.89 % am Aktienkapital vom Suzuki (damaliger Wert EUR 1.7 Mrd.) unterstützt worden ist. Suzuki hält seinerseits 1.5 % an VW. Im November 2011 kündete Suzuki wegen schwerwiegender Meinungsverschiedenheiten die Vereinbarung und verlangt von Volkswagen die Rückgabe der Aktien. Volkswagen verweigerte den Verkauf ihrer Suzuki-Beteiligung, weil hierfür keine rechtliche Verpflichtung bestehe. Der Rechtsstreit muss, wie in den meisten M&A-Transaktionen üblich, durch ein Schiedsgerichtsurteil gelöst werden.²⁷²

Kartellvereinbarungen sind eine Form des vertraglichen Unternehmenszusammenschlusses. Diese regeln den Wettbewerb in einem Wirtschaftszweig durch koordiniertes Verhalten bei der Festlegung der Preise, Produktions- und Liefermengen, Absatzgebiete usw. und unterstehen dem Kartellgesetz (KG).

Als **Konsortium** wird die Kooperation von Unternehmen für ein Einzelgeschäft bezeichnet, z. B. für die gemeinsame Abwicklung eines Grossauftrages (Überbauung, im Bankgeschäft Kredit- und Kapitalmarkttransaktionen). Rechtlich handelt es sich bei den Konsortien um einfache Gesellschaften.

Eine besondere Form des vertraglichen Unternehmenszusammenschlusses ist die **Interessengemeinschaft (IG)**, wobei die einzelnen Unternehmen ihre wirtschaftliche Selbständigkeit in mehr oder weniger umfassender Weise zum Zweck des gemeinsamen Gewinnausgleichs oder gegenseitiger Abstimmung von produktions- und absatzwirtschaftlichen Massnahmen aufgeben. Eine besonders enge Verbindung unter den einzelnen Unternehmungen ergibt sich, wenn zusätzlich eine Interessengemeinschaft zwecks Gewinnpooling besteht, wobei vertraglich die Gewinne der einzelnen Gesellschaften zusammengelegt und nach einem bestimmten Schlüssel unter die Partner der Interessengemeinschaft verteilt werden. So bestand von 1918 bis 1949 unter den drei Basler Farbstoffproduzenten (Ciba, Geigy, Sandoz) ein IG-Vertrag mit dem Zweck, die Tätigkeit der Partner zu koordinieren und die Entwicklung durch die das Gesamtgeschäft erfassende Gewinnpooling und Verteilung nach einem für die ganze Vertragsdauer gültigen Schlüssel in Kontrolle

271 Quelle: Geschäftsbericht 2011, Vontobel Holding, S. 46.

272 Quelle: FuW vom 19.11.2011, NZZ vom 21.11.2011 und 25.11.2011.

zu behalten. Die Erfahrung mit IG-Verträgen zeigt, dass es auf die Dauer schwierig ist, Partner mit unterschiedlicher wirtschaftlicher Entwicklung durch Gewinnpooling zusammenzuhalten, wenn die Beteiligten nicht als letzte Konsequenz des Zusammenschlusses die Fusion in Kauf nehmen wollen. Der IG-Vertrag wurde deshalb 1949 aufgehoben. Ciba und Geigy haben 1970 eine Fusion beschlossen, der sich 1996 als letzter früherer IG-Partner noch Sandoz angeschlossen hat.²⁷³

Beispiel Interessengemeinschaft mit Gewinnpooling: Continentale Linoleum Union

Eine Interessengemeinschaft bestand im europäischen Linoleumkonzern zwischen der Continental Linoleum-Union Zürich (Holding), der NV Nederlandsche Linoleumfabriken in Kommenie, der Linoleum AB Forshaga, Göteborg und der Linoleum AG, Giubiasco. Die auf die einzelnen Gesellschaften entfallenden Quoten am Poolgewinn berechnen sich nach den umlaufenden Aktienkapitalien, d. h. nach dem Teil, der sich nicht im Besitz einer am Pool beteiligten Gesellschaft befand. 1968 unterbreitete die Continentale Linoleum AG, Zürich (Conti) – Firmenname seit 1974 Forbo –, die als Holdinggesellschaft direkt und indirekt mehr als 50 % des Aktienkapitals aller drei Poolgesellschaften besass, den Minderheitsaktionären dieser Betriebsgesellschaften ein Angebot, ihre Aktien zur weitgehenden Verwirklichung einer Konzernintegration gegen Aktien der Holding umzutauschen. In der Folge wurde der IG-Vertrag auf den 1. Januar 1975 aufgehoben.²⁷⁴

Das berühmteste Vertragswerk dieser Art, die »IG deutscher Teerfarbenfabrikanten«, führte dagegen durch Verschmelzung der acht Partner 1925 zur »IG Farbenindustrie Aktiengesellschaft«. Die IG Farben wurde 1952 durch Entflechtung mit Aufteilung auf 12 Nachfolgegesellschaften aufgelöst.²⁷⁵

Eine Renaissance hatte die IG als Gewinngemeinschaft (Profit Pool) erlebt, wenn das »Alcazar-Projekt« zustande gekommen wäre. Diese wollte einen Zusammenschluss der vier Luftverkehrsgesellschaften KLM, SAS, Swissair und Austrian Airlines realisieren. Eine IG war neben der Übertragung der Führung auf eine gemeinsame Managementgesellschaft als Kernstück des umfangreichen Vertragswerkes vorgesehen.²⁷⁶ Andere Beispiele von Interessengemeinschaften aus den letzten Jahren sind nicht bekannt.

273 Siehe dazu Erni, Die Basler Heirat, Zürich 1979, S. 23.

274 Quelle: Verschiedene Geschäftsberichte der Continental Linoleum-Union Zürich

275 Festschrift Meilensteine 125 Jahre Bayer, Leverkusen 1988.

276 Berchtold, H. P./Kurer, P. schildern in der NZZ Nr. 241 und 243 (1993) die wirtschaftlichen und rechtlichen Aspekte des Projektes Euro Airline.

15.4 Unternehmensverbindungen aus Beteiligungserwerb (Akquisition)

15.4.1 Begriff und Wesen

Je enger die wirtschaftliche Zusammenarbeit zwischen zwei oder mehreren Unternehmen, desto mehr wird sich auch eine gewisse Harmonisierung der finanziellen Interessen aufdrängen. Die zwischenbetriebliche Zusammenarbeit wird daher oft durch eine **finanzielle Beteiligung** untermauert.

Beteiligungen sind Anteile am Grundkapital anderer Gesellschaften, die in der Absicht einer dauernden Anlage gehalten werden und massgebenden Einfluss vermitteln.

Die Übernahme einer Beteiligung (**Share Deal**) erfolgt entweder durch Zeichnung von Aktien bei einer Kapitalerhöhung (unter Ausschluss des Bezugsrechtes der bisherigen Aktionäre) oder durch Aktienkauf über die Börse (was sehr behutsam vor sich gehen muss, soll dadurch der Aktienkurs nicht übermässig erhöht werden) sowie im Zusammenhang mit einer Veränderung innerhalb des bisherigen Aktionärskreises, z. B. beim Ausscheiden von Aktionären.

Bei Publikumsaktiengesellschaften macht der Übernahmeeinsteiger ein öffentliches Barkaufangebot, z. B. bei der Übernahme der Magazine zum Globus durch Migros (1997), der Berner Versicherung durch Allianz (2001), Mövenpick Holding durch Carlton Holding (2006), der CIBA-Spezialitätenchemie durch die BASF (2009), Schulthess Group durch NIBE (2011). Es liegt auf der Hand, dass eine Beteiligung, die einen spürbaren Einfluss auf die Unternehmensführung gewährleistet, mehr als nur symbolischen Charakter haben muss. Ein massgeblicher Einfluss wird vermutet, wenn die stimmberechtigten Anteile mindestens 20 % erreichen nach OR 960 d III. In diesem Fall liegt eine ausweispflichtige Position Beteiligung vor.

Rechtlich sind folgende Stufen der Beteiligung relevant:

- **Meldepflichtige Beteiligungen nach FinfraG 120.** Diese setzen bei 3 % der Stimmrechte ein.²⁷⁷
- **Beteiligungen zwischen 10 und 20 % der Stimmen.** Nach BankG 3 I lit. c bis wird eine Beteiligung, welche mindestens 10 % des Kapitals oder der Stimmen erreicht, als qualifiziert bezeichnet, weil damit auf die Beschlüsse einer Generalversammlung ein nicht zu unterschätzender Einfluss ausgeübt werden kann.

²⁷⁷ Weitere Meldepflichten werden ausgelöst beim Überschreiten der Schwellenwerte von 5, 10, 15, 20, 25, 33 1/3, 50 sowie 66 2/3 % der Stimmrechte, wobei Erwerbs- und Veräusserungspositionen für die Berechnung der Schwellenwerte nicht saldiert werden (siehe auch FinFraG 120 I).

- **Beteiligungen, welche 20 % übersteigen, ohne die Stimmenmehrheit zu erreichen.** Diese als assoziierte Gesellschaften bezeichneten Beteiligungen müssen in der Konzernrechnung mit dem Eigenkapital und dem Periodenergebnis anteilmässig ausgewiesen werden (Equity-Methode).²⁷⁸
- **Sperrbeteiligungen (Sperrminoritäten) von 33 1/3 % plus eine Stimme bis 50 %**, welche bestimmte Beschlüsse, die ein gesetzliches oder statutarisches Quorum verlangen, verhindern können.²⁷⁹
- **Mehrheitsbeteiligungen**, entweder als optimale Mehrheitsbeteiligung, die bei Publikumsgesellschaften erfahrungsgemäss ausreicht, um Beschlüsse herbeizuführen oder absolute Mehrheitsbeteiligung von 50 % plus eine Stimme. Wer direkt oder indirekt über die Mehrheit der Stimmen verfügt, übt nach Konzernrechnungslegung die Kontrolle über die Gesellschaft aus.
- **Qualifizierte Mehrheitsbeteiligungen**, welche die Durchsetzung aller quorumabhängigen Generalversammlungsbeschlüsse (OR 704 I) ermöglicht.
- **Hundertprozent-Beteiligung.**

Je nach der Beteiligungsquote sind die Einflussmöglichkeiten des Anteilseigners unterschiedlich. Die mit einer Minderheitsbeteiligung verbundenen Zielsetzungen werden im Zusammenhang mit den M&A-Aktivitäten nicht dargestellt. Nur der Erwerb einer qualifizierten Stimmenmehrheit oder besser die Alleinbeteiligung ermöglicht die uneingeschränkte Realisierung der mit einer Übernahme angestrebten Ziele, wie der im Gegensatz zum organischen Wachstum raschere Erwerb von Marktanteilen oder von zusätzlichen Ressourcen in Forschung, Produktion und Vertrieb. Die gesetzlich vorgeschriebene Rücksichtnahme auf die Rechte von Minderheitsaktionären kann sich bei der Post Merger Integration als hinderlich erweisen.

Überspitzt formuliert, können die Beteiligungsverhältnisse wie folgt charakterisiert werden: Eine Beteiligung von rund 10 % erwirbt man, um zu hören, von 34 %, um zu verhindern, von 51 %, um mitzubestimmen, von 67 %, um zu beherrschen, und von 100 %, um niemanden fragen zu müssen.

Eine besondere Stellung haben die wechselseitigen Beteiligungen, auch **Kreuzbeteiligungen** genannt.

Eine **wechselseitige Beteiligung** liegt vor, wenn zwei oder mehrere Gesellschaften direkt oder indirekt aneinander beteiligt sind.

278 Swiss GAAP FER 30/12. Im Einzelabschluss erfolgt die Bewertung zu Anschaffungskosten abzüglich allfällige Wertberichtigungen (Swiss GAAP FER 2/11).

279 Die Sperrminorität von einem Drittel des Aktienkapitals wirkt jedoch nur uneingeschränkt in Aktiengesellschaften mit einem beschränkten Kreis von Aktionären, die vollzählig an einer Generalversammlung teilnehmen. Diese ist im Gegenteil wichtiger geworden als unter dem alten Recht, weil es ihrer nach OR 704 für wesentlich mehr Beschlüsse bedarf als unter dem Obligationenrecht 1936.

Nach der *Intensität der gegenseitigen Beteiligung* werden drei typische Erscheinungsformen unterschieden:

- Bei einer einfachen wechselseitigen Beteiligung ist die gegenseitige Beteiligung so gering, dass davon kein massgebender Einfluss ausgeht.
- Eine wechselseitige Beteiligung mit einseitig massgebendem Einfluss entsteht, wenn die Obergesellschaft die Untergesellschaft massgebend beeinflussen kann, während die Untergesellschaft nur eine Minderheitsbeteiligung an der Obergesellschaft besitzt, z. B. eine Tochtergesellschaft hält Aktien ihrer Muttergesellschaft. Die stärkere Beteiligung wird Hauptbeteiligung, die Minderheitsbeteiligung Rückbeteiligung oder Gegenbeteiligung genannt.
- Eine wechselseitig massgebliche Beteiligung liegt vor, wenn Gesellschaften massgeblich oder mehrheitlich aneinander beteiligt sind und sich damit gegenseitig beherrschen. Diese Form ist in der Praxis kaum verbreitet.

Das schweizerische Aktienrecht kennt den Begriff der wechselseitigen Beteiligung nicht.

Beispiel Wechselseitige Beteiligungen Genolier Swiss Medical Network/ Klinik Pyramide am See

Die börsenkotierte Westschweizer Klinikgruppe Genolier Swiss Medial Network hat mit dem Hauptaktionär Cédric A. George der Klinik Pyramide am See in Zürich eine Kooperationsvereinbarung abgeschlossen. Basis dafür bildet ein Aktientausch: Dr. C. George, der die Zürcher Klinik 1988 gründete, erhält 20 % der Aktien der Genolier Tochtergesellschaft Klinik Bethanien Zürich sowie Genolier den gleichen Anteil an der Klinik Pyramide am See. Ziel ist die Stärkung der Beziehungen unter den Kliniken und die Nutzung von Synergien auf dem Zürcher Markt. Die Kliniken sind bereits durch einen gegenseitigen Verwaltungsratssitz von je zwei Mitgliedern verbunden.²⁸⁰

Im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen stellen wechselseitige Beteiligungen häufig eine erste Etappe im Hinblick auf eine echte Fusion dar. Wird diese später durchgeführt, ergeben sich besondere Probleme bezüglich der Bewertung der fusionierenden Unternehmungen und der Bereitstellung der Abfindungsaktien.²⁸¹

²⁸⁰ Quelle: Medienmitteilung vom 22.8.2011.

²⁸¹ Siehe dazu das Beispiel bei Neumann, A.: Fusionen und fusionsähnliche Unternehmenszusammenschlüsse, Bern 1994, S. 170. Allgemeine Erläuterungen zur Bereitstellung der Abfindungsaktien bei Fusionen.

15.4.2 Akquisitionsprozess

Ausgangspunkt für eine erfolgreiche Akquisition ist die Unternehmensstrategie. Diese bestimmt die Ausrichtung der Akquisitionstätigkeit, in dem besonders anzustrebende ebenso wie auszuschliessende Varianten festgelegt werden. Neben den im Normalfall geplanten Akquisitionen kommen in der Praxis auch spontane Übernahmen vor, welche sich z. B. aus einer Notlage des Verkäufers ergeben oder kleinere das bisherige Portfolio arrondierende oder ergänzende Unternehmen von Konkurrenten betreffen (sogenannte *Bolt-on-Akquisitionen*).²⁸² Die Initiative für Unternehmensakquisitionen können vom Kaufinteressenten oder vom Verkäufer ausgehen.

Wenn der *Verkäufer* eine Transaktion anstrebt, wählt er im Allgemeinen ein **Auktions- bzw. Bieterverfahren**.

Das **Auktionsverfahren** ist eine mehrstufige Selektion der Kaufinteressenten mit dem Ziel, mehrere vergleichbare Angebote unter den gleichen Rahmenbedingungen (Level Playing Field) zu erhalten.

Das Verfahren wird mit einem Einladungsschreiben (Teaser Letter) und dem Abschluss einer Geheimhaltungsvereinbarung eröffnet. Den Kaufinteressenten wird in einem nächsten Schritt ein Informationsmemorandum zugestellt, welches das Unternehmen detailliert beschreibt. In einem Procedure Letter wird das geplante Verfahren dargestellt. Der Verkäufer schliesst eine Haftung für das Informationsmemorandum aus und behält sich überdies das Recht vor, das Auktionsverfahren jederzeit abzubrechen (unter Ausschluss einer Haftung gegenüber den Kaufinteressenten). In einer ersten Angebotsrunde unterbreiten die Kaufinteressenten ein unverbindliches Angebot (Non-binding Offer). Die Interessenten, die im Verfahren verbleiben (Second Round Bidders), erhalten den Procedure Letter 2 mit einem Kaufvertragsentwurf für ein Mark-up (Ergänzungen durch den Kaufinteressenten) und eine Einladung zur Due Diligence in einem oder mehreren **Data Rooms**.²⁸³

Aus den **Binding Offers** wird für eine bestimmte Zeit ein Preferred Bidder ausgewählt, welcher für die Schlussverhandlungen Exklusivität genießt. Die Schlussverhandlungen, die zu einem definitiven Preis und Vertragstext führen, müssen in sehr kurzer Frist durchgeführt werden, weil sich der Verkäufer die Möglichkeit offenhalten muss, beim Scheitern der Verhandlungen auf einen anderen Kaufinteressenten zurückzugreifen. Das Auktionsverfahren ist wegen des direkten Wettbewerbs unter den Kaufinteressenten für den Verkäufer vorteilhaft. Er erzielt den höchstmöglichen Verkaufserlös wegen seiner stärkeren Verhandlungs-

282 Becker, U.: Planung und Vorbereitung als Erfolgsfaktoren für M & A, in: Müller-Stewens, G. et al.: Mergers & Acquisitions, Stuttgart 2010, S. 233.

283 Über Einzelheiten zum Data Room informiert: Binder, P. M.: Mergers & Acquisitions in der Praxis, Zürich 2006, S. 80 ff.

position, zumal die Kaufinteressenten weniger Forderungen stellen können als bei einer Direkttransaktion mit nur einem Kaufinteressenten.²⁸⁴

Aus der Sicht des *Käufers* umfasst der Akquisitionsprozess sechs Phasen, wobei für die Abwicklung eine besondere Projektorganisation mit klaren Aufgaben und Kompetenzen für alle beteiligten Instanzen unerlässlich ist.

Phase 1: Festlegung des Anforderungsprofils der Zielgesellschaft

Es wird geprüft, welche Eigenschaften von Zielgesellschaften (Targets) mit den eigenen Zielvorstellungen und Strategien übereinstimmen. Mit dem Anforderungsprofil wird in der ersten Phase des Akquisitionsprojektes eine Liste von generell geeigneten Zielgesellschaften zusammengestellt (Long List).²⁸⁵ Die potenziellen Zielgesellschaften werden in der Regel in enger Zusammenarbeit mit M&A-Spezialisten oder Investmentbanken gefunden.

Phase 2: Grobprüfung, Kontakt- und Verhandlungsaufnahme

Mit der Grobprüfung wird vor allem das Synergiepotenzial abgeklärt. Durch das Zusammenwirken von bestimmten Elementen ergibt sich eine grössere Gesamtwirkung als durch die Summierung der einzelnen Elemente. Man spricht daher auch von $2 + 2 = 5$ Effekt, also von einem nicht bloss additiven, sondern multiplikativen Zusammenschluss. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass nach Ansoff $2 + 2$ oft nur 3 geben, weil negative Synergiepotenziale, sogenannte **Dyssynergien**²⁸⁶, vorhanden sind, insbesondere bei heterogenen Tätigkeitsgebieten, unvorhergesehenen Kundenreaktionen, dem sogenannten Kulturschock beim Zusammenlegen von unterschiedlichen Unternehmenskulturen.

Aus der Grobprüfung ergeben sich eine Anzahl speziell geeigneter Zielgesellschaften (Short List). Daraus folgt die Endauswahl mit anschliessender Kontaktaufnahme, der Vertraulichkeitserklärung (Confidentialty Agreement) und dem **Letter of Intent (LOI)** (Erklärung, ernsthaft verhandeln zu wollen).

Phase 3: Detailprüfung

Die Detailprüfung der zu übernehmenden Gesellschaft erfolgt im Zug des Verhandlungsprozesses unter drei Aspekten:

284 Näheres zum Auktionsverfahren: Weber, B./Siegert, T./Gomez, P.: Firmen kaufen und verkaufen: M & A-Leitfaden, Zürich 2007, S. 284. Siehe auch Schenker, U.: Unternehmensverkauf im Auktionsverfahren, Dokumentation, Baker McKenzie 2011.

285 Zwei Beispiele für ein Anforderungsprofil geben die Checklisten von Weber, B./Siegert, T./Gomez, P.: Firmen kaufen und verkaufen: M & A-Leitfaden, Zürich 2007, S. 218.

286 Hoffmann, E.: Realisierung von Synergien und Vermeidung von Dyssynergien, in: Controlling, Heft 8/9 2005, S. 484.

- Bewertung der strategischen Positionierung.
- Bewertung aus finanzieller Sicht: Gesamtwert der Unternehmung, Einfluss auf die Rechnungslegung, z. B. Goodwill, Gewinnverwässerung, Auswirkungen auf den Aktienkurs, schätzen von möglichen Drittangeboten, Festlegung von **Walk-Away-Preisen**²⁸⁷, d. h. aus der Sicht des Käufers eine rechnerische Preisobergrenze bzw. aus Sicht des Verkäufers eine Preisuntergrenze. Der Verhandlungsspielraum wird in der Fachsprache als **Zone of Potential Agreement (ZOPA)** bezeichnet.
- Due Diligence (DD).

Die **Due Diligence** umfasst die sachgemässe Überprüfung aller relevanten Daten, Dokumente, Verträge, welche für den Kaufinteressenten von zentraler Bedeutung sind, vor oder in Ausnahmefällen nach dem Vertragsabschluss.

Die Due Diligence bezweckt den Businessplan und das Integrationskonzept zu plausibilisieren, einen realistischen Kaufpreis zu verhandeln und den Kaufvertrag sachgerechter zu formulieren. Im Einzelnen handelt es sich um:

- Financial Due Diligence (u. a. Finanz- und Rechnungswesen),
- Legal Due Diligence (Verträge aller Art, Versicherungen, Haftungsrisiken, Change-of-Control-Klauseln usw.),
- Tax Due Diligence (u. a. latente Steuern)²⁸⁸,
- Commercial Due Diligence (Strategie-, Produkte-, Markte-Analyse usw.),
- Human Resources Due Diligence (Führungs- und Mitarbeiterstrukturen, Entlohnungssysteme, Pensionskassen),
- Culture Due Diligence,
- Environmental Due Diligence.

Die Abklärungstiefe hängt von der Grösse der Transaktion ab. Um Meinungsverschiedenheiten über den Umfang der Abklärungen zu vermeiden, ist es zweckmässig, gemeinsam eine DD-Checklist festzulegen.

Die Bedeutung der Due-Diligence-Prüfung zeigt sich u. a. darin, dass aufgrund von Sachverhalten, die den Kauf als zu grosses Risiko erscheinen lassen, wie bedeutende pendente Haftpflicht- und Steuerprobleme, Garantiefälle, Deckungslücken in den Vorsorgeeinrichtungen (Pensionskassenverpflichtungen), »Zeitbomben« aus Umweltschutzvorschriften (**Deal Breakers**) auf einen in der Öffentlichkeit bereits bekannt gegebenes Zusammenschlussprojekt, verzichtet werden musste. Die Due

287 Wegen der hohen Bedeutung der Walk-Away-Preise in den Übernahmeverhandlungen sollten diese durch einen formellen Entscheid des obersten Leitungsgremiums festgelegt und allenfalls angepasst werden.

288 Übelhart, P./Jagi, M.: Steuerliche Due Diligence (mit Checkliste), in: ST 04/2006, S. 238–243.

Diligence kann auch vom Verkäufer veranlasst werden (Vendor Due Diligence), insbesondere im Auktionsverfahren, mit dem Ziel einer realistischen Einschätzung seiner Verhandlungsposition oder der Beschleunigung der Due-Diligence-Phase (Kosteneinsparungen).²⁸⁹

Phase 4: Transaktionsgestaltung

Die Transaktionsstruktur hängt vom Typ der Zielgesellschaft (börsenkotierte oder private Aktiengesellschaft) ab. Für börsenkotierte Gesellschaften sind bei der Gestaltung und beim Ablauf der Transaktion die besonderen Vorschriften des Übernahmerechtes sowie der entsprechenden Verwaltungs- und Gerichtspraxis zu beachten.

Es ist auch für den Übernahminteressenten ein Unterschied, ob über sein Angebot einer oder einige wenige Aktionäre oder ein breit gestreutes Aktionariat entscheidet. Auf die Übernahme von Publikumsgesellschaften hat auch die öffentliche Meinung (Medienberichterstattung) naturgemäss einen nicht zu unterschätzenden Einfluss, was bei der Kommunikationsstrategie zu beachten ist.

Ein wichtiger Gegenstand der Kaufverhandlungen ist die Festlegung der Strukturen, die den Vertragspartnern optimale Geldflüsse, Gewinn- und Kapitalausweise sowie Steuerverhältnisse erlauben. Ebenso sind die Zahlungsmodalitäten festzulegen.

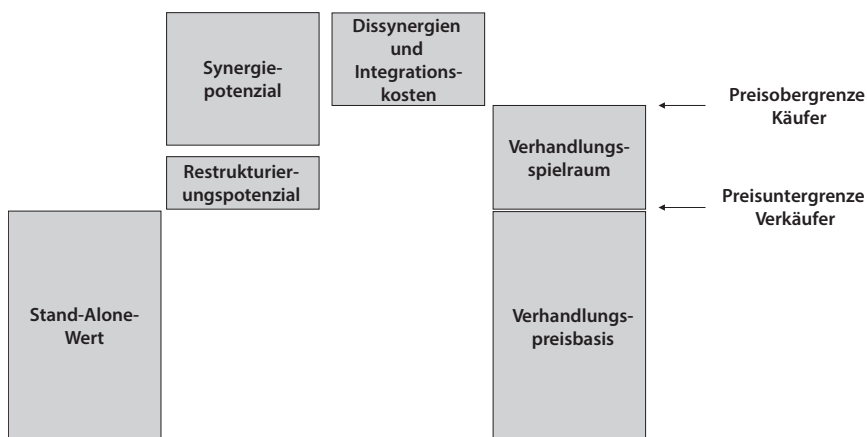
Beispiel NIBE industrieller AB/Schulthess Group

Am 10. April 2011 hat die schwedische NIBE in einem Share Purchase Agreement (SPA) von den Hauptaktionären der Schulthess Group, Bubikon, 31.13 % aller Aktien erworben und den Kaufpreis zu 60 % in bar und in 40 % in NIBE-Aktien bezahlt. Den Publikumsaktionären wurde im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebotes eine Barzahlung von CHF 36 je Aktie und 1 537 418 B-Aktien der NIBE im Wert von CHF 23.20 unterbreitet. Das Angebot wurde von 94.95 % der im Publikum sich befindenden Schulthess-Aktien angenommen. Nach Ablauf des Übernahmeangebotes verfügte NIBE zusammen mit den erworbenen Aktien 96.52 % aller Aktien der Schulthess Group. Die NIBE-Aktien wurden an der SIX kotiert. In der Zeit zwischen dem Ablauf der Nachfrist bis zum Vollzug des Angebots wurden weitere 229 795 Schulthess-Aktien angedient, was die Beteiligung der NIBE auf über 98 % der Stimmrechte und des Aktienkapitals bewirkte. Die nicht angedienten Schulthess-Aktien wurden im November 2011 nach BEHG 33 kraftlos erklärt.²⁹⁰

²⁸⁹ Schenker, U.: Vendor Due Diligence, in: Tschani, R.: Mergers & Acquisitions XII, Zürich 2010, S. 239 ff.

²⁹⁰ Quelle: Öffentliches Kauf- und Tauschangebot der NIBE vom 20.4.2011.

Die *Kaufpreisfestsetzung* beruht grundsätzlich auf dem Wert der Unternehmung als Ganzes, entweder auf der Basis Entity (Enterprise) oder Equity Value. Beim Enterprise Value kann mit **Cash-Free-/Debt-Free-Klauseln** der definitive Kaufpreis abhängig gemacht werden von einem bestimmten Bestand an flüssigen Mitteln bzw. Finanzverbindlichkeiten auf den Closing-Stichtag. Cash-, Debt- und Working-Capital-Beträge sind dabei zweckmässigerweise genau zu umschreiben, um langwierige Diskussionen beim Vollzug der Transaktion zu vermeiden.



Dar. 28: Kaufpreisgestaltung im M&A-Prozess (Quelle: Darstellung in Anlehnung an Weber, B./Siegert, T./Gomez, P.: Firmen kaufen und verkaufen: M&A-Leitfaden, Zürich, 2007, S. 94 sowie Valk, T.: Unternehmenstransaktion und Due Diligence, in: ST 4/2006, S. 246)

Für Minderheitsaktionäre zahlen sich die stillen Reserven, welche eine Unternehmung im Laufe der Jahre und Jahrzehnte geäufnet hat, oft erst bei einem Übernahmeangebot aus. Es ist daher verständlich, wenn bei börsenkotierten oder ausserbörslich gehandelten Aktien der Kurs einer Unternehmung bereits auf Übernahmerüchte hin zu steigen beginnt. Solche »Übernahmekandidaten« sind deshalb Lieblingskinder der Aktienbörse. Auch professionelle Investoren, sogenannte Arbitrageure, spekulieren auf diesen Kurseffekt (Merger Arbitrage).

Beispiel Korrektur Unterbewertung durch Übernahmeangebot Portland-Cementwerke Thayngen

Als besonders spektakuläres Beispiel kam das Übernahmeangebot im Dezember 1997 für die ausserbörslich gehandelten Aktien der Portland-Cementwerke Thayngen (PCWT) von CHF 4 750 je Namenaktien von CHF 100 nominal und CHF 23 750 je Inhaberaktie von CHF 500 nominal durch die Holderbank Financière Glarus. Diese hatte zuvor durch Erwerb von mehreren Aktienpaketen ihre

seit langem bestehende Beteiligung von 31 % auf 54 % erhöht (3 080 von 6 000 Namenaktien und 1 262 von 6 000 Inhaberaktien).

Die Inhaberaktien wurden vor Bekanntwerden der Übernahme zu CHF 9 800, die Namenaktien zu CHF 1 850 gesucht (bei Jahrestiefstkursen von CHF 7 800 bzw. 1 600). Der Börsenwert der PCWT belief sich somit auf rund CHF 70 Mio. Auf der Grundlage des Übernahmeangebotes betrug dieser CHF 171 Mio. In der Konzernrechnung 1996 wurde ein Eigenkapital von CHF 4 716 je Inhaberaktie ausgewiesen. Aufgrund des publizierten Konzerngewinns von CHF 2.48 Mio. betragen die EPS CHF 344, sodass sich auf dem Übernahmepreis eine PER von 69 berechnen lässt. Der Vergleich des Übernahmepreises und der buchmässigen Zahlen zeigt eindrücklich, dass die Anwendung der aktienrechtlichen Rechnungslegungsgrundsätze alles andere als eine »möglichst zuverlässige Beurteilung der Vermögens- und Ertragslage« erlaubt. Die Abweichung der Abschlusszahlen von der ökonomischen Realität bleibt auch beträchtlich, wenn berücksichtigt wird, dass für den Mehrheitsaktionär der Übernahmepreis nicht allzu knapp angesetzt worden ist, weil sich mit der Eingliederung der PCWT in den Holderbankkonzern ohne Zweifel nicht zu unterschätzende Synergieeffekte erzielen lassen. Es wurden von den Publikumsaktionären 2 895 Namenaktien und 2 722 Inhaberaktien angeboten, sodass Holderbank nach Abschluss des Übernahmeverfahrens über 99.4 % des Kapitals und der Stimmen verfügte.²⁹¹

Das **Earn-out-Verfahren** ist eine verzögerte Bestimmung des definitiven Kaufpreises, indem ein Basiswert entsprechend der in den Folgejahren tatsächlich eingetretenen Entwicklung oder eines bestimmten Ereignisses angepasst wird.

Für den Käufer einer Unternehmung besteht das Risiko, dass die Unternehmensbewertung auf unzutreffenden Annahmen beruht und der Übernahmepreis sich nachträglich als übersetzt erweist. Aus diesem Grund wird häufig vereinbart, den Kaufpreis in eine feste Summe und einen variablen Teil aufzuspalten, wobei der variable Teil z.B. an die künftige Gewinnentwicklung gebunden wird (Earn-out-Vereinbarung).²⁹²

Beispiel Earn-out-Vereinbarung Firmengruppe B

Beim Erwerb der Firmengruppe B durch den A-Konzern wurde der Kaufpreis auf CHF 117 Mio. festgelegt, wobei davon ausgegangen wurde, dass die Reingewinne

291 Quellen: Kaufangebot vom 5.12.1997, Publikation Ergebnis Übernahmeangebot vom 23.1.1998, verschiedene Presseberichte.

292 Meuli, H. M.: Earn-out-Methode als Instrument der Preisgestaltung des Unternehmensverkäufers, Zürich 1996.

von B in den 5 Jahren nach der Übernahme durchschnittlich um 25 % wachsen werden. Im Referenzjahr betrug der Gewinn CHF 5.1 Mio. Für jedes Prozent, um welches das mittlere jährliche Gewinnwachstum unter 25 % bleiben sollte, würde sich der Gesamtwert der B-Gruppe um CHF 1 Mio. ermässigen. Zur Sicherstellung dieser Gewährleistungsansprüche hinterlegten die Verkäufer ein Garantiedepot von CHF 30 Mio. Statt in den Jahren 1 bis 5 nach Vertragsabschluss Gewinne von total CHF 52.3 Mio. zu erarbeiten, erzielte B nur einen Gesamtgewinn von CHF 4.4 Mio.! A hielt sich für berechtigt, unter Berufung auf die vereinbarte Gewährleistung CHF 61 Mio. zu fordern, und erklärte unter Vorwegnahme der Gutheissung seiner Klage das Garantiedepot als verfallen. Das Gericht hiess die Klage jedoch nur im Umfang von CHF 25 Mio. gut, weil die Gewährleistung nur den Zuwachs des Gewinnes zum Gegenstand habe und für eine darüber hinausgehende Geltung auch für den Negativbereich (Abnahme statt Zunahme) keine genügenden Anhaltspunkte vorlägen.²⁹³

Das Beispiel zeigt, dass die Vereinbarungen über die Gewährleistung der Kaufsache (z. B. wie in diesem Fall einer bestimmten Ertragskraft der übernommenen Unternehmung) mit grösster Sorgfalt abgefasst werden müssen.

Beispiel Earn-out-Vereinbarung Adval Tech

Die Adval Tech Gruppe hat 2008 die Omni Investors Pte. Ltd. in Singapur erworben, wobei der Kauf in zwei Tranchen erfolgte. Der Kaufpreis der zweiten Tranche von 14.3 % der Aktien war abhängig vom normalisierten Betriebsergebnis EBITDA der Omni Gruppe des Jahres 2009, multipliziert mit einem Faktor und im ersten Semester 2010 zur Zahlung fällig. Die Ausgleichszahlung beträgt im Minimum Null und ist nach oben unbeschränkt. Adval Tech hat dem Konzernabschluss 2010 aufgrund der Earn-out-Klausel CHF 3.9 Mio. als Nettogeldabfluss aus Akquisitionen ausgewiesen.²⁹⁴

Phase 5: Entscheid und Vertragsunterzeichnung (Signing)

Der Inhalt des Kaufvertrags (Sale and Purchase Agreement, SPA) umfasst:

- Kaufgegenstand, Kaufpreis und gegebenenfalls Klauseln zur Anpassung,
- Vollzugsbedingungen (Walk Away Rights MAC, d. h. Material-Adverse-Change-Klausel²⁹⁵ als auflösende Bedingung),

²⁹³ Quelle: NZZ Nr. 115/1985.

²⁹⁴ Quelle: Geschäftsberichte 2008 und 2010.

²⁹⁵ Weber, B./Siegert, Th./Gomez, J: Firmen kaufen und verkaufen: M&A-Leitfaden, Zürich 2007, S. 281.

- Verpflichtung vor dem Vollzug (**Closing**),
- Zusicherungen und Garantien,
- Rechtsbehelfe bei Vertragsverletzungen,
- Verpflichtungen nach Vollzug (Konkurrenzverbot, weitere Unterlassungspflichten),
- Verschiedenes (anwendbares Recht, Schiedsgerichtsvereinbarungen).

Vertragliche Bedingungen, welche erfüllt sein müssen, bevor die Transaktion vollzogen werden kann, werden als **Conditions Precedents** bezeichnet. Nach der Einigung über Vertragsbedingungen und Zahlungsmodalitäten sind gegebenenfalls Finanzierungsfragen zu beachten. Hin und wieder wird beim Verkauf ein Finanzierungsangebot einer Bank mitgeliefert (**Stapled Financing**).

Phase 6: Vertragserfüllung (Closing) durch Übertragung der Aktien bzw. Begleichung des Kaufpreises

Rechtlich betrachtet ist der Erwerb einer Beteiligung ein Kauf und zwar ein Fahrniskauf. Gegenüber dem herkömmlichen Fahrniskauf besteht jedoch bezüglich des Kaufgegenstandes ein Unterschied: Rechtlich sind die Aktien Kaufgegenstand, wirtschaftlich ist es jedoch die Unternehmung bzw. das Unternehmungsvermögen.

Eine Gewährleistungspflicht des Verkäufers besteht aufgrund der bundesgerichtlichen Praxis nur, wenn besondere Zusicherungen über die Unternehmung, sogenannte Representations and Warranties abgegeben worden sind. Beim Kauf von Aktienpaketen ergeben sich deshalb eine Reihe von Spezialproblemen in Bezug auf die Erfüllung des Vertrages und die Gewährleistung. Vertraglichen Vereinbarungen über Zusicherungen und Garantieverprechen des Verkäufers ist deshalb volle Aufmerksamkeit zu schenken. Für Einzelheiten muss auf Spezialpublikation verwiesen werden.²⁹⁶

Bei den meisten von kleinen und mittleren Aktiengesellschaften ausgegebenen Namenaktien genügt die Übergabe der indossierten Aktientitel nicht, weil die Mitverwaltungsrechte erst nach dem Eintrag im Aktienbuch ausgeübt werden können. Es muss deshalb vertraglich festgehalten werden, dass bei fehlender Eintragung des Käufers im Aktienbuch der Aktienkaufvertrag als nicht erfüllt gilt.

Rechtliche Auseinandersetzungen aus Unternehmensübernahmen von schweizerischen Gesellschaften werden in der Regel nicht bekannt, weil diese nicht auf dem ordentlichen Gerichtsweg, sondern über ein Schiedsverfahren ausgetragen werden. In den USA erfährt die Öffentlichkeit dagegen immer wieder von spektakulären Fällen. Bei der Übernahme der Rohm & Haas durch die Dow Chemical musste Dow als Vergleich USD 190 Mio. an die Aktionäre von Rohm wegen Verzögerung der Akquisition als Folge der gerichtlichen Auseinandersetzungen um den nachträglich von Dow als zu hoch beurteilten Kaufpreis bezahlen.²⁹⁷

²⁹⁶ Tschani, R.: M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, S. 141.

²⁹⁷ NZZ vom 11.3.2009 sowie FuW vom 11.3.2009.

Beim Beteiligungserwerb ist – im Gegensatz zu den verschiedenen Formen der Fusion – der Kaufpreis in bar oder kombiniert mit einem Aktientausch zu entrichten. Er ist in der Regel im Zeitpunkt des Closings fällig und zahlbar, wobei gegebenenfalls dieser seit Vertragsabschluss zu verzinsen ist.

Wird der Kaufpreis in Raten bezahlt, sowie bei einem Share Deal, erfolgt der gegenseitige Austausch der Leistungen häufig über ein sogenanntes Escrow Agreement. Dabei wird ein sogenannt *Escrow Agent* mit der Durchführung beauftragt. Bei Ratenzahlungen und einem Zahlungsrückbehalt verwaltet der Escrow Agent bis zur vollständigen Bezahlung des Kaufpreises die Aktien und ist für die Entgegennahme und Auszahlung der *Escrow Summe* verantwortlich.²⁹⁸ Die Zahlung in Raten ist für den Käufer vorteilhaft, weil er damit die Möglichkeit erhält, allfällige Ansprüche aus der Gewährleistung mit der noch ausstehenden Kaufpreisforderung zu verrechnen.

Börsennotierte Gesellschaften, welche die Rechnungslegungsvorschriften IFRS beachten müssen (Kotierung im Main Standard), sind gemäss IFRS 3 (Business Combinations) und IFRS B64 bis 66 verpflichtet, über die im Berichtsjahr vorgenommenen Akquisitionen detailliert zu informieren, insbesondere über die übernommenen Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, den vereinbarten Kaufpreis und die Zahlungsmodalitäten.

Beispiel Offenlegung Beteiligung (Equity Accounting) nach IFRS von Nestlé SA in L'Oréal²⁹⁹

The Group holds 107 621 021 shares in L'Oréal (whose ultimate parent company is domiciled in France), the world leader in cosmetics, representing a 20.1 % participation in its equity after elimination of its treasury shares (2021: 107 621 021 shares representing a 20.1 % participation). On December 15, 2021, the Group sold 22 260 000 shares to L'Oréal for CHF 9276 million for cancellation. As a result, the participation in its equity after elimination of its treasury shares was reduced from 23.2 % to 20.1 %. At December 31, 2022, the market value of the shares held amounts to CHF 35.4 billion (2021: CHF 46.4 billion).

Summarized financial information of L'Oréal

Dar. 29

Position in billions of CHF	2022	2021
Total current assets	13.8	12.5
Total non-current assets	32.3	32.0

298 Tschani, R.: Mergers & Acquisitions XII, Zürich 2010, S. 158 ff. Schenker, U.: Rechtsbehelfe bei Nichterfüllung und Leistungsstörung im Unternehmenskaufvertrag, in: Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004. Schenker, U.: Post Closing Litigation (nach dem Verkauf ist vor dem Prozess), in: Entwicklungen im Gesellschaftsrecht IV, Bern 2009.

299 Quelle: Geschäftsbericht Nestlé 2022.

Dar. 29 – Fortsetzung

Position in billions of CHF	2022	2021
Total assets	46.1	44.5
Total current liabilities	13.5	17.2
Total non-current liabilities	5.8	2.9
Total liabilities	19.3	20.1
Total equity	26.8	24.4
Total sales	38.4	34.9
Profit from continuing operations	5.7	5.0
Other comprehensive income	0.9	2.3
Total comprehensive income	6.6	7.3
Share held by the Group in the equity of L'Oréal	5.4	4.9
Goodwill and other adjustments	2.5	2.7
Carrying amount of L'Oréal	7.9	7.6

15.4.3 Finanzierung der Akquisition

Die Finanzierung des Kaufpreises ist ein zentrales Element unter den verschiedenen Aspekten einer Unternehmungsübernahme durch Beteiligungserwerb. Nachdem Grosskonzerne in den letzten Jahren über erhebliche Vorratsliquidität (Kriegskassen) verfügen, können kleine und mittelgrosse Übernahmen in der Regel ohne besondere Kapitalbeschaffungsmassnahmen finanziert werden.

Falls die übernehmende Gesellschaft nicht über ausreichende flüssige Mittel verfügt, ist grundsätzlich zur Finanzierung des Kaufpreises langfristiges Kapital in den verschiedenen Varianten einzusetzen. Erhält der Käufer einen kurzfristigen Überbrückungskredit blanko oder gegen Verpfändung der erworbenen Aktien (**Bridge Loan**), sollte innert angemessener Frist eine Schuldenkonsolidierung vorgenommen (**Takeout Financing**, Ablösung der kurzfristigen Kredite durch langfristiges Fremdkapital) oder eine Eigenkapitalerhöhung durchgeführt werden. Vor allem bei Übernahmen zur Nachfolgeregelung werden vielfach Verkäufendarlehen als Finanzierungsinstrument eingesetzt. Private-Equity-Gesellschaften setzen erfahrungsgemäss zwecks Ausnutzung des Leverage-Effektes bei Firmenübernahmen nur wenig Eigenkapital ein.

Um die Erwerbskosten eines Beteiligungserwerbs zu beschränken, wird in den USA hin und wieder eine sogenannte **Two Tier Offer (Two Step Offer)** gemacht.

Für den Erwerb der Kontrollmehrheit wird eine höhere Offerte gemacht, während den übrigen Aktionären ein ungünstigeres Übernahmeangebot unterbreitet wird, nach der Überlegung, warum über 51 oder 67 % der Mehrheit hinaus überhaupt noch etwas zahlen? Eine finanzwirtschaftliche Entlastung beim Erwerb einer Beteiligung kann sich auch dadurch ergeben, dass man das Mehrheitspaket gegen bar übernimmt und den Minderheitsaktionären eine Übernahme ihrer Titel gegen Wertpapiere anbietet. Dieses Vorgehen widerspricht allerdings dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre und ist bei börsenkotierten Gesellschaften deshalb nicht möglich.

Beispiel BBC Baden

Eine Two Tier Offer unterbreitete BBC Baden den Minderheitsaktionären der Tochtergesellschaft BBC Mannheim 1986. Für die Dreiviertelmehrheit lautet das Angebot auf DEM 310 je 50-DEM-Aktie, für die verbleibenden Aktien nur noch auf DEM 250, was als unfair empfunden wurde.³⁰⁰

Beim Erwerb von nicht kotierten Beteiligungen kann der tatsächlich bezahlte Kaufpreis je nach der Interessenlage des Käufers erheblich vom Unternehmungswert abweichen (emotionaler Wert für den Verkäufer).³⁰¹

Im Gegensatz zu öffentlichen Übernahmeangeboten hängt der zeitliche Ablauf von Transaktionen mit nicht börsenkotierten Gesellschaften von der individuellen Verhandlungskonstellation ab.

15.4.4 Integration der Zielgesellschaft (Post Merger Management)

Mit der Vertragserfüllung ist der Transaktionsprozess abgeschlossen. In der Post-Merger-Phase geht es darum, die Eingliederung der Zielgesellschaft in die übernehmende Unternehmensgruppe durchzuführen. Zu diesem Zweck ist ein Interpretationskonzept auf Grund der durch die Kaufvertragsklauseln gegebenen Integrationsbedingungen und der Integrationsziele zu entwickeln. Auf den Integrationserfolg wirken sich auch die zeitliche Gestaltung (Integrationsgeschwindigkeit) und die Integrationstiefe aus.

Die inhaltliche Integrationsgestaltung umfasst alle Massnahmen zur Schaffung einer gemeinsamen Organisation (Aufbau- und Ablaufstrukturen), Führung, Nutzung der gemeinsamen Ressourcen (Produktionskapazitäten, Mitarbeiter, Finanzen). Dabei spielen die voraussichtlichen Auswirkungen der Integration eine wichtige Rolle, insbesondere jene auf das Verhalten der Führungskräfte und der

300 Quelle: Das Wertpapier 8/1986, S. 439.

301 Ernst & Young: Was ist ein Familienunternehmen wert? Total Value, emotionaler Wert und Marktwert, Zürich 2006.

Mitarbeiter (Akzeptanz der Akquisition), die Bildung einer neuen Corporate Identity, Beseitigung von Doppelspurigkeiten (z. B. durch Veräusserung von Unternehmensbereichen). Die Übernahme führt erfahrungsgemäss bei der übernommenen Gesellschaft zu einem tiefgreifenden Wandel der Managementpraktiken. Von besonderer Bedeutung ist auch die Messung des Integrationserfolgs (Post Merger Performance). Der Integrationserfolg wird – insbesondere bei einer sehr tiefen Integration – entscheidend durch die kulturellen Unterschiede beeinflusst. Diese führen häufig zu einer Performanceminderung. Nicht zu unterschätzen ist auch der Einfluss der Medien, welche mit ihrer Berichterstattung »Gewinner« und »Verlierer« konstituieren und damit auf das Unternehmensklima einwirken.³⁰²

15.4.5 Beteiligungserwerb von börsenkotierten Gesellschaften

15.4.5.1 Der Markt für Unternehmenskontrolle

Die Börsenkotierung von Beteiligungsrechten einer Aktiengesellschaft hat zur Folge, dass diese auf einem regulierten Markt gehandelt werden. Die Aktienbörse ist nicht nur der Handelsplatz für eine nach Angebot und Nachfrage täglich schwankende Anzahl von Beteiligungsrechten – von einzelnen Stücken bis zu grösseren Aktienpakten – sondern auch ein Markt für den Erwerb der Kontrolle über eine Gesellschaft. Der Markt für Unternehmenskontrolle kommt ins Spiel, wenn Marktteilnehmer (z. B. Finanzinvestoren, M&A Consultants) bei der Analyse von Zielgesellschaften erkennen, dass zwischen dem Börsenwert des Targets und dem Wertpotenzial eine Differenz besteht, welche durch die Übernahme realisiert werden kann.³⁰³ Dies setzt allerdings voraus, dass der dadurch erzielbare Nutzen deutlich über dem Preis zuzüglich Transaktionskosten liegt.³⁰⁴ Die Anzahl Aktien, welche die Kontrolle der Gesellschaft ermöglichen, hängt von den damit verbundenen Stimmrechten (Stimmrechtsprivileg nach OR 693, statutarische Eintragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen nach OR 685 d I) und der Zusammensetzung des Aktionariates ab (vorwiegend Streubesitz oder mehrere qualifizierte und engagierte Aktionäre).

Nachdem ab einer bestimmten Anzahl Aktien die Beherrschung einer Gesellschaft möglich ist und gegenüber dem aktuellen Börsenwert ein Mehrwert realisiert werden kann, verkörpert die Kontrolle einen zusätzlichen ökonomischen Wert. Die über die Aktienmehrheit verfügenden Aktionäre werden deshalb beim Verkauf eine Abgeltung (Paketzuschlag, Kontrollprämie) fordern.

302 Zu den Schlüsselementen für erfolgreiches Post Merger Management: Müller-Stewens, G. et al.: *Mergers & Acquisitions*, Stuttgart 2010, S. 289 ff.

303 Schenker, U.: *Übernahmerecht*, Bern 2009, S. 26.

304 Kronenberg, M.: *Der helvetische Unternehmenskontrollmarkt*, S. 235 sowie weitere von Schenker, U.: *Übernahmerecht*, Bern 2009.

Als **Kontrollprämie** wird die Differenz zwischen dem Übernahmepreis und dem Börsenkurs bezeichnet.

Kontrollprämien werden auch beim Erwerb von Beteiligungsrechten verlangt, selbst wenn diese keine sichere Beherrschung der Generalversammlung ergeben, sondern nur eine faktische Kontrolle ermöglichen. Erfahrungsgemäss beträgt bei grossen Gesellschaften die Präsenz an der Generalversammlung im Allgemeinen deutlich weniger als 100 %, weshalb mit Stimmrechten unter 50 % eine Mehrheit erreicht werden kann.

Die Höhe der Kontrollprämie hängt bei Transaktionen unter Aktionären von privaten Aktiengesellschaften von den Verhandlungen ab.

Bei öffentlichen Übernahmeangeboten muss der Käufer abschätzen, welche Prämie von den kleinen und mittelgrossen Aktionären erwartet wird, damit diese das Angebot annehmen. Überdies sind die Vorschriften des Bundesgesetzes über die Börsen und Effektenhandel (Börsengesetz) zu beachten. Gemäss einer empirischen Untersuchung von 128 öffentlichen Übernahmeangeboten beträgt die durchschnittliche Prämie 22.35 % und die Median-Prämie 12.83 %.³⁰⁵

Beispiel Kontrollprämie bei einem öffentlichen Übernahmeangebot Schulthess Group

Beim Übernahmeangebot an die Aktionäre der Schulthess Group hat KPMG aufgrund der Unternehmensbewertung (DCF-Analyse, mit anderen Verfahren plausibilisiert) auf Stand-Alone-Basis eine Bandbreite des Eigenkapitalwertes von CHF 581.8 bis CHF 688.1 Mio. bzw. CHF 54.80 bis CHF 64.80 je Namenaktie ermittelt. Im Zeitpunkt der Voranmeldung des Übernahmeangebotes betrug dieses CHF 59.20 je Aktie, was einer Prämie von 12 % gegenüber dem letzten Börsenkurs von CHF 52.90 und gegenüber dem massgebenden volumengewichteten Durchschnittskurs der sechzig letzten Tage von CHF 47.90 von 23.5 % als Kontrollprämie entspricht.³⁰⁶

Aufgrund des zuletzt publizierten Geschäftsberichtes für 2010 weist die Konzernbilanz nach dem True-&Fair-View-Prinzip nach IFRS vor Gewinnverwendung ein Eigenkapital von CHF 163.3 Mio. auf, was einem Book Value von CHF 15.37 je Aktie entspricht. Der wesentlich höhere Börsenkurs geht demnach von einem markant über dem Substanzwert liegenden Ertragswert der Schulthess Group aus. Es ist deshalb verständlich, wenn Übernahmeangebote aufgrund der tatsächlichen Unternehmungswerte, vor allem wenn diese nach der DCF-Methode berechnet werden, deutlich über den Börsenkursen liegen. Das Beispiel

305 Jentsch, V.: Prämienanalyse bei öffentlichen Übernahmeangeboten gemäss Börsengesetzgebung in der Schweiz, in: GesKR 3/2010, S. 369 ff.

306 Quelle: NIBE Öffentliches Kauf- und Tauschangebot vom 20.4.2011.

zeigt, dass auf dem Markt für Unternehmenskontrolle andere Regeln gelten als im täglichen Börsenhandel für kleinere Stückzahlen von Effekten.

Auch aus *volkswirtschaftlicher Sicht* ist es wichtig, dass ein Beteiligungserwerb effizient und ohne Verzögerung abgewickelt werden kann, weil der Markt für Unternehmenskontrolle in den meisten Fällen zu besserer Nutzung wirtschaftlicher Ressourcen führt (Best-Owner-Prinzip). In der Schweiz ist der Markt für Unternehmungen und Unternehmungsbeteiligungen schwach entwickelt.

15.4.5.2 Meldepflichten bei Erwerb und Veräusserung von Beteiligungen

Beim Kauf und Verkauf von Beteiligungsrechten an börsenkotierten Gesellschaften sind zusätzlich zu den aktienrechtlichen Bestimmungen besondere börsenrechtliche **Meldepflichten** zu beachten. Diese seit 2009 deutlich strengeren Vorschriften dienen der zeitgerechten Information der Anleger über die Beteiligungs- und Beherrschungsverhältnisse an kotierten Gesellschaften. Veränderungen der Beteiligungsverhältnisse können Kauf- oder Verkaufsentscheidungen der übrigen Investoren auslösen. Meldepflichtig ist auch der Einsatz von Finanzinstrumenten, z. B. Optionen mit Realerfüllung oder Barausgleich.

Bei Securities Lending besteht eine Meldepflicht des Borgers, unabhängig von der Stimmrechtsregelung und auch bei Rückgabe (BEHV-FINMA 14 und 21 II). Die Meldepflichten nach BEHG 20 haben auch die Bedeutung eines Frühwarnsystems für Übernahmen. Sie sollen verhindern, dass ein Aktionär durch den langsamen Aufbau einer Mehrheitsposition heimlich die Kontrolle über die Gesellschaft erwirbt, ohne

dass die anderen Aktionäre und Marktteilnehmer davon erfahren (**Sneak Attack**). Die Meldepflichten dienen auch der Zielgesellschaft dazu, auf Übernahmeabsichten des Investors durch geeignete Gegenmassnahmen zu reagieren. Die aktienrechtlichen Offenlegungspflichten haben wegen des Börsengesetzes für börsenkotierte Gesellschaften keine Bedeutung mehr.

15.4.5.3 Vorschriften für öffentliche Übernahmeangebote

Als **öffentliches Kaufangebot** gilt jedes Angebot zum Kauf oder Tausch von Beteiligungspapieren, welche mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind und sich an die Inhaber dieser Beteiligungspapiere richtet. Nach FinFraG 2 I lit. b Ziff. i: öffentliche Kaufangebote: Angebote zum Kauf oder zum Tausch von Aktien, Partizipations- oder Genussscheinen oder von anderen Beteiligungspapieren (Beteiligungspapiere), die sich öffentlich an Inhaberinnen und Inhaber von Aktien oder von anderen Beteiligungspapieren richten.

Bei öffentlichen Übernahmeangeboten ist für die Publikumsaktionäre der Zielgesellschaft die Gefahr einer Übervorteilung durch den Hauptaktionär nicht von der Hand zu weisen. Diese sind gegenüber Übernahmeinteressenten insofern benachteiligt, als sie die Übernahmebedingungen nur akzeptieren oder ablehnen (»take or leave it«), nicht aber darüber verhandeln können, wie dies dem Hauptaktionär möglich ist. Häufig fehlen den Aktionären zuverlässige Informationen, um die Vor- und Nachteile des Angebots rational zu prüfen. Deshalb drängen sich zum Schutz der Investoren sowohl von Übernahmeinteressenten wie vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zwingend einzuhaltende Regeln (»level playing field«) auf.

Der Aktionär kann auch durch Entscheidungen der Leitungsorgane der Zielgesellschaft benachteiligt werden, wenn diese ihre eigenen Interessen (z. B. auf Beibehaltung ihrer bisherigen, finanziell meistens sehr attraktiven Positionen) voranstellen und versuchen, ein Übernahmeangebot zu verhindern oder dieses zu Fall zu bringen. Es ist auch denkbar, dass ein Beteiligungserwerb wegen einer Vereinbarung über eigene finanzielle Vorteile mit dem Übernahmeinteressenten ein für die Aktionäre nicht besonders vorteilhaftes Angebot dennoch zur Annahme empfohlen wird oder sich der Verwaltungsrat nicht um ein besseres Angebot bemüht. Aus der Sicht der Minderheitsaktionäre von Publikumsgesellschaften ist eine Übernahmegesetzgebung besonders wichtig. Diese wurde gleichzeitig mit der gesamtschweizerischen Regelung des Börsenhandels 1998 durch das BEHG realisiert mit dem Ziel:

- der Transparenz durch entsprechende zwingende Informationen den Aktionären der Zielgesellschaft einen sachdienlichen Entscheid über die Annahme oder Ablehnung des Angebotes zu ermöglichen.
- die Gleichbehandlung der Aktionäre zu gewährleisten, allerdings mit der wichtigen Ausnahme, wonach Inhabern der beherrschenden Beteiligungsrechte eine Kontrollprämie bezahlt werden kann.
- den Wettbewerb bei Angeboten sicherzustellen, indem ein offener Markt für konkurrierende Angebote entstehen kann.

Die Einhaltung der Vorschriften im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen erfolgt durch die schweizerische Übernahmekommission, UEK (Swiss Takeover Board). Die Entscheidungen der UEK werden regelmässig auf ihrer Webseite veröffentlicht.³⁰⁷

Ein öffentliches Übernahmeangebot ist grundsätzlich bei schweizerischen Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise an einer Börse in der Schweiz kotiert sind, zwingend, sobald der Käufer 33 1/3 % der Stimmrechte überschreitet (FinFraG 135). Die Statuten können jedoch eine **Opting-out-Klausel** vorsehen, dass ein Übernehmer nicht zu einem öffentlichen Angebot verpflichtet ist, wenn seine Beteiligung direkt oder nach Absprache mit Dritten den Grenzwert

307 <https://www.takeover.ch/transactions/current>, abgerufen am 19.1.2024.

überschreitet (FinFraG 135), bzw. er beim Inkrafttreten des FinFraG über mehr als 33 1/3 %, aber weniger als 50 % der Stimmrechte verfügte und in der Folge durch Zukaufe 50 % der Stimmrechte überschreitet.

Der Schwellenwert, bei dessen Überschreiten die Angebotspflicht ausgelöst wird, kann in den Statuten auf maximal 49 % der Stimmrechte angehoben werden (**Opting-up**). Die Opting-out-Klausel ist eine Konzession an die auf dem schweizerischen Finanzmarkt besonders stark vertretenen unechten Publikumsgesellschaften. Der Publikumsaktionär weiss in diesem Fall, dass er bei einer Handänderung der Aktienmehrheit oder eines einflussreichen Aktienpakets übergangen werden kann und er, falls ihm die neuen Kontrollverhältnisse nicht passen, seine Titel nur zu dem im Vergleich zum Übernahmepreis zumeist deutlich tieferen Kurs über die Börse verkaufen kann.

Eine Evidenz für die Übernahmeregelungen findet sich aus dem Jahr 2012: Für die Mehrheit der 210 kotierten Gesellschaften, nämlich 149 Gesellschaften (Stand Juli 2011), gelten die börsenrechtlichen Bestimmungen. 45 Gesellschaften wiesen eine Opting-out-Klausel in den Statuten auf (im Allgemeinen unechte Publikumsgesellschaften wie Bobst, Ems Chemie, Schindler, SIKA), 12 Gesellschaften haben ein Opting-up eingeführt (z. B. BKW, Flughafen Zürich, Helvetia, Swatch Group). Vier kleinere Gesellschaften haben eine spezielle statutarische Kaufsangebotsklausel. aBEHG 32 III legt zwingende Ausnahmen von der Angebotspflicht fest. Weitere Ausnahmen sind mit Zustimmung der Aufsichtsbehörde möglich.³⁰⁸

Offen ist die Frage, ob eine Erklärung eines Hauptaktionärs, während einer bestimmten Zeit Aktien zu einem festgelegten Preis zu erwerben, unter die Übernahmeregelung des FinFraG fällt. Man spricht in diesem Fall vom »standing in the market«.

Beispiel »Standing in the market« Ciment Portland SSCP

An der Generalversammlung 1997 der Ciment Portland (SSCP) gab die Holderbank als Mehrheitsaktionär bekannt, sie erwerbe alle Aktien, die ihr bis zum 31. Oktober 1997 angeboten würden, zum Preis von CHF 10 000, was einem Aufpreis von 23 % gegenüber dem letztbezahlten Börsenkurs entsprach. Holderbank vertrat gegenüber der Übernahmekommission die Auffassung, es handle sich nicht um ein unter das BEHG fallendes öffentliches Übernahmeangebot, weil keine Bank an der Transaktion beteiligt sei.

Mit den Meldepflichten sind heimliche Käufe von Aktienpaketen im Hinblick auf eine Übernahme (**Sneak Tactics**) bei schweizerischen Gesellschaften erschwert, wenn nicht gar verunmöglicht. Alle Marktbeobachter erfahren, wenn Grossaktionäre ihre Beteiligungen ausbauen, was auch andere Investoren als Kaufsignal

308 Erhebungen gemäss Angaben im Aktienführer der FuW 2012.

werten werden. Die zusätzliche Nachfrage wird die Kurse in die Höhe treiben. Bei Unternehmensübernahmen versucht der Käufer jedoch, eine möglichst hohe Beteiligung zu einem möglichst tiefen Kurs zu erwerben. Um die Meldepflichten zu umgehen, werden deshalb neuartige Instrumente eingesetzt, z. B. das **Empty Voting** (die Aktien werden nur geborgt oder Stimmrecht und Vermögensrecht »entkoppelt«).³⁰⁹

Der Preis, der den verkaufenden Aktionären im Rahmen eines Pflichtangebots zu bezahlen ist, kann nicht beliebig gewählt werden. Vielmehr legt das FinFraG die Mindestpreise verbindlich fest. Der Angebotspreis muss nach FinFraG 135 II mindestens gleich hoch sein wie der höhere der folgenden Beträge: Börsenkurs oder der höchste Preis, den der Anbieter für die letzten zwölf Monate für die Zielgesellschaft gezahlt hat. Die sogenannte »**Best Price Rule**« ist zu beachten.³¹⁰

Die **Best Price Rule** fordert, dass ein Anbieter Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft nur dann zu einem Preis erwerben darf, der über dem Angebotspreis liegt, wenn er diesen höheren Preis nachträglich allen anderen Aktionären auch zahlt.

Es ist zulässig, einzelnen Aktionären als Abgeltung der Kontrollprämie einen Preis, der bis zu 33 % über dem Angebotspreis liegt, zu bezahlen, sofern diese Aktien vor Veröffentlichung des Angebots gekauft wurden. Das Schweizer Recht lässt somit eine Ungleichbehandlung zu, von der hauptsächlich beherrschende Aktionäre oder das Management profitieren. Weil die wirtschaftliche Kontrolle über eine Gesellschaft auch durch gemeinsame Absprache unter verschiedenen Aktionären erreicht werden kann (*Handel in gemeinsamer Absprache* oder engl. *Acting in Concert*), können bei Vorliegen des Gruppentatbestandes nicht nur die Meldepflichten sondern mit schwerwiegenderen Rechtsfolgen auch die Angebotspflicht ausgelöst werden. In der schweizerischen M&A-Praxis sind die damit zusammenhängenden Fragen häufig Gegenstand von Empfehlungen, hin und wieder auch von rechtlichen Auseinandersetzungen zwischen den Parteien und der UEK.³¹¹

In der Schweiz zeichnen sich Übernahmeangebote durch eine sehr hohe Annahmquote aus (für die Zeit von 2007 bis 2010 97 % Medianwert).³¹² Während den Jahren 1998 bis 2009 sind von den 137 lancierten Übernahmeangeboten 101 frei-

309 Watter, R./Hinsen, A.: Empty Voting und verwandte Taktiken, in: Tschani, R.: Mergers & Acquisitions XI, S. 2. Dargestellt sind u. a. auch Hidden/Morphable Ownership sowie Exaggerating Ownership und mit neueren Fallbeispielen aus der Praxis, aus der Schweiz Implenia/Laxey, aus Deutschland Continental/Schaeffler (dieser mit einem besonders dramatischen Verlauf).

310 Scharen, S.: Best Price Rule im schweizerischen Übernahmerecht, in: ST 6-7/2008, S. 449 ff.

311 Schenker, U.: Übernahmerecht, Bern 2009, S. 477.

312 Dietz, F.: Vom Mehrwert überzeugt, in: FuW vom 18.9.2010.

willige Angebote und 36 Pflichtangebote, welche unterbreitet werden mussten, weil ein Aktionär den statutarisch vorgesehenen Grenzwert der Beteiligung überschritten hat (aBEHV-FINMA 37 I).

15.4.5.4 Ablauf eines öffentlichen Übernahmeangebots

Kern der übernahmerechtlichen Regulierung sind die zwingenden Vorschriften für das Verhalten der Parteien bei einem öffentlichen Kaufangebot. Die Pflichten und Rechten des Anbieters sind wie folgt geregelt (FinFraG 127 bis 135):

- Voranmeldung des Angebots vor der Veröffentlichung bei der Übernahmekommission.
- Unterbreiten des Angebotes zur Prüfung durch eine anerkannte Revisionsstelle oder einen Effekthändler.
- Erstellen eines Prospektes im Zusammenhang mit der Veröffentlichung des Angebots.
- Während der Angebotsfrist Meldung an die Gesellschaft über alle Transaktionen in Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft, sofern die Stimmrechte 3 % übersteigen.
- Beachtung des Grundsatzes der Gleichbehandlung der Besitzer von Wertpapieren der gleichen Art (trotz der vermögensrechtlichen Gleichstellung kann das Angebot des Partizipanten deshalb tiefer liegen als jenes der Aktionäre).
- Veröffentlichung des Ergebnisses nach Ablauf der Angebotsfrist.
- Bei Erfüllung der Bedingungen des Angebotes (indem z. B. die verlangte Mindestzahl von Titeln zum Kauf oder Umtausch angemeldet wurden) Verlängerung der Angebotsfrist für jene Inhaber von Beteiligungspapieren, die bisher das Angebot nicht angenommen haben. Einzelheiten werden von der Übernahmekommission geregelt.
- Recht auf Squeeze-out: Verfügt der Anbieter nach Ablauf der Angebotsfrist über mehr als 98 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft, so kann er binnen einer Frist von drei Monaten mit einer Klage gegen die Zielgesellschaft vom Richter verlangen, die restlichen Beteiligungspapiere für kraftlos zu erklären. Die Gesellschaft gibt diese Papiere neu aus und stellt den hinausgeworfenen Aktionären den Erlös zur Verfügung (FinFraG 137).

Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft hat folgende Pflichten (FinFraG 132):

- Stellungnahme zum Angebot und Veröffentlichung des entsprechenden Berichtes.
- Ausschluss von Rechtsgeschäften zur Beeinträchtigung von Aktiv- und Passivbestand nach FinFraG 132 II: Offenlegung der geplanten Abwehrmassnahmen, insbesondere ob er sich gegenüber dem Anbieter auf allfällige statutarische Eintragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen berufen wird, ebenso wie von allfälligen Interessenkonflikten von Mitgliedern des Verwaltungsrates im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot.

- Anzeigepflicht bei der UEK von geplanten Abwehrmassnahmen.
- Verzicht auf unzulässige Abwehrmassnahmen. UEV 36 umschreibt diese Massnahmen, welche nach FinFraG 132 II unzulässigerweise darauf abzielen, einem Angebot zuvorzukommen oder dessen Erfolg zu verhindern. Dabei handelt es sich vor allem, ausserhalb von Beschlüssen der Generalversammlung, um Kauf und Verkauf von wesentlichen Aktiven, unüblich hohe Golden-Parachutes-Vereinbarungen sowie Ausgabe von Aktien aus dem genehmigten Kapital und Verkauf von eigenen Aktien³¹³ und starke Veränderungen des Aktiven- und Passivenbestandes oder der Geschäftstätigkeit.
- Gleichbehandlung konkurrierender Angebote, damit zwischen Konkurrenzangeboten ein möglichst offener Wettbewerb herrschen kann. So können Aktionäre, die das Erstangebot angenommen haben, dieses widerrufen, wenn ein besseres Konkurrenzangebot gemacht wird.³¹⁴ Bei den 137 Übernahmeangeboten in den Jahren 1998 bis 2009 kam es zu 20 konkurrierenden Angeboten.³¹⁵

Den öffentlichen Übernahmeangeboten liegt in der Regel ein Kaufangebot zu Grunde. Der Angebotspreis wird bar ausbezahlt. Nach FinFraG ist es jedoch möglich – ähnlich wie bei einer Fusion – den Angebotspreis in Form von Effekten abzugelten (z. B. Tauschangebot in eigene Aktien, Aktien einer anderen Gesellschaft oder auch Obligationen und Optionen). Werden Effekten zum Tausch angeboten, sind im Angebot zusätzliche Informationen über die entsprechenden Effekten offenzulegen.

Von 137 Übernahmeangeboten (1998 bis 2009) waren 31 reine Tauschangebote und 15 Angebote umfassten eine Kombination von Barzahlung und Titeltausch.³¹⁶

Eine Neuerung brachte UEV 53. Sie verlangt die öffentliche Bekanntgabe der Übernahmeabsicht (**potenzielles Angebot**). Die UEK setzt eine Frist an zur Veröffentlichung des Angebotes oder eine öffentliche Erklärung des Übernahmeinteressenten, weder ein Angebot zu veröffentlichen noch eine die Angebotspflicht auslösende Schwelle zu überschreiten (put up or shut up).

313 Diese Aktien wurden vom Verwaltungsrat bei befreundeten Investoren platziert, womit sich die übernahmefeindlichen Aktienstimmzahlen erhöhen.

314 Unzulässig wäre beispielsweise die Verpflichtung der Zielgesellschaft, einem dem Verwaltungsrat genehmen Anbieter eine Konventionalstrafe zu zahlen, falls er von einem Konkurrenzbieter überboten wird. Der Ersatz der dem Anbieter tatsächlich angefallenen Kosten ist dagegen zulässig.

315 Peter, H./Blaas, S./Roos, L: Ausgewählte Aspekte des Übernahmerechtes, in: SZW/RSDA, 3/2010.

316 Peter, H./Blaas, S./Roos, L: Ausgewählte Aspekte des Übernahmerechtes, in: SZW/RSDA, 3/2010.

Beispiel öffentliches Kaufangebot von Typo Electronics (Schweiz) Holding II GmbH, Schaffhausen die Aktien der Schaffner Holding AG, Luterbach, Schweiz

Tyco Electronics (Schweiz) Holding II GmbH bietet CHF 505.00 netto in bar für jede Namenaktie der Schaffner Holding AG mit einem Nennwert von je CHF 32.50.

Die Kursentwicklung der Schaffner-Aktie an der SIX seit 2019 präsentiert sich wie folgt (Kursangaben in CHF beziehen sich auf den tiefsten bzw. höchsten bezahlten Schlusskurs):

Dar. 30

Schaffner Aktie in CHF je Aktie	2019	2020	2021	2022	2023
Tief	189	122	191	261	262
Hoch	277	220	312	340	309

Der Angebotspreis impliziert eine Prämie von 74.5 % gegenüber dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse in Schaffner-Aktien an der SIX der letzten sechzig (60) SIX-Börsentage (je ein »Börsentag«) vor der Veröffentlichung der Voranmeldung (welcher CHF 289.33 beträgt).

Die Prüfstelle Ernst & Young AG, Zürich, hat ein Bewertungsgutachten erstellt und eine Bewertung durchgeführt und den Mindestpreis im Sinne von Art. 135 Abs. 2 lit. a FinfraG in Verbindung mit Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA per 16. August 2023 berechnet. Bei Anwendung der DCF-Methode als primäre Bewertungsmethode ergibt sich eine Wertbandbreite von CHF 318.7 bis CHF 355.2 pro Schaffner-Aktie unter Berücksichtigung von zwei Sensitivitätsanalysen bezüglich des Werts pro Schaffner-Aktie (erste Sensitivitätsanalyse: gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC) und etwaige Wachstumsrate +/- 0.25 Prozentpunkte; zweite Sensitivitätsanalyse: WACC +/- 0.25 Prozentpunkte und residuale EBITDA-Marge +/- 0.5 Prozentpunkte). Unter Anwendung der Marktmethode resultiert bei den Trading-Multiplikatoren eine Wertbandbreite der Schaffner-Aktie von CHF 339.0 bis CHF 507.1 und bei den Transaktionsmultiplikatoren von CHF 242.1 bis CHF 341.8, was die Wertfestlegung gemäss der DCF-Methode unterstützt.³¹⁷

317 Quelle: Öffentliches Kaufangebot von Typo, www.takeover.com am 5.12.2023.

15.4.6 Übernahme einer inaktiven Gesellschaft (Reserve Takeover)

Es gibt immer wieder börsenkotierte Gesellschaften, welche ihre Tätigkeit eingestellt, mit einem Asset Deal an Dritte übertragen oder als Beteiligungsgesellschaft veräussert haben, ohne dass eine formelle Liquidation erfolgte. Die Börsenkotierung bleibt bewusst aufrechterhalten. Die inaktive kotierte Aktiengesellschaft wird dadurch für Gesellschaften interessant, welche einen raschen und unkomplizierten Zugang zum Aktienmarkt suchen, ohne das aufwendige Prozedere eines IPO durchführen zu müssen. Der Übernahmeeinsteiger erwirbt von den bisherigen Aktionären die Aktienmehrheit und beschliesst in der Folge die Änderung des statutarischen Zweckes und im Allgemeinen auch des Firmennamens. Es ist auch möglich, dass der Erwerber seine Aktivitäten in die börsenkotierte Gesellschaft als Sacheinlage einbringt, wobei er dafür mit Aktien aus einer Kapitalerhöhung entschädigt wird. In der Praxis werden diese Vorgänge als **Reverse Acquisition** oder **Reverse Takeover (RTO)** bezeichnet.

Beispiel Reverse Acquisition COS Computer Systems AG/I. P. S. Innovative Packaging Solutions AG

Die COS hat ihre Tätigkeit im Handel und mit Dienstleistungen im IT-Bereich nach 2004 kontinuierlich abgebaut und das Aktienkapital von ursprünglich CHF 53.4 Mio. in zwei Schritten auf CHF 9.4 Mio. reduziert. Der letzte verbliebene Geschäftsbereich Memory wurde 2008 durch einen MBO ausgegliedert. Kelders, ein holländischer Unternehmer, brachte 2010 seine Beteiligung an der I. P. S. als Sacheinlage in die COS ein und erhielt dafür 7 100 181 Inhaberaktien zu nom. CHF 5 zum Ausgabepreis von CHF 6.36. Die Differenz zwischen der Kapitalerhöhung von CHF 35.5 Mio. und dem Wert der Sacheinlage von CHF 57 Mio. wurde als Aktionärsdarlehen von CHF 11.9 Mio. verbucht. Nach dieser Transaktion hielt der neue Mehrheitsaktionär Kelders 79 % des Aktienkapitals. Die Generalversammlung von COS vom 29. Juni 2010 hat zusätzlich zur Kapitalerhöhung gegen Sacheinlage die Firma auf I. P. S. Innovative Packaging Solutions AG abgeändert, den Zweck neu sehr allgemein »auf Erwerb, Verwaltung, Koordination und Beratung von Beteiligungen« umschrieben. Ferner wurden drei neue Verwaltungsräte gewählt.

Weil die Generalversammlung der COS 2009 im Hinblick auf eine grössere Flexibilität bei der Neuausrichtung in den Statuten eine Opting-out-Klausel aufgenommen hat, musste Kelders gemäss einem Entscheid der UEK kein Pflichtangebot für die Minderheitsaktionäre unterbreiten.³¹⁸

318 Quelle: Verschiedene Zeitungsberichte, Kotierungsprospekt für die neuen I.P.S-Aktien vom 16.8.2010.

15.4.7 Besondere Aspekte von feindseligen Unternehmensübernahmen

Dem Erwerb einer Beteiligung gegen bar oder im Aktientausch braucht nicht immer eine Vereinbarung der beiden Unternehmungsleitungen zugrunde zu liegen. Ein Unternehmungszusammenschluss kann auch auf einseitiges Vorgehen einer Unternehmung zurückgehen, die den Aktionären des Targets ein Übernahmeangebot für ihre Titel unterbreitet («Unfriendly Offer«, »Hostile Offer« oder »Unsolicited Offer«). Es versteht sich von selbst, dass ein solches Übernahmeangebot gegen den Willen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung der zu übernehmenden Gesellschaft meist zu heftigen Auseinandersetzungen führt, wird sich doch der Übernahmekandidat gegen die Eingliederung in einen anderen Unternehmungsverband und damit gegen die Aufgabe seiner wirtschaftlichen Selbständigkeit mit allen Mitteln zur Wehr setzen.

Wegen des engen Netzwerkes und der zahlreichen persönlichen Verbindungen in den Verwaltungsräten grosser Gesellschaften sind feindliche Übernahmen und insbesondere langwierige Übernahmekämpfe wie in den USA im schweizerischen Unternehmungskontrollmarkt eher selten. Von den im Zeitraum von 1998 bis 2009 erfolgten 137 Übernahmeangeboten waren lediglich 22 unfreundlich und davon konnten überdies lediglich elf aus der Sicht des Anbieters erfolgreich abgeschlossen werden.³¹⁹

Die meisten schweizerischen Gesellschaften haben sich gegen unerwünschte Takeover Bids durch Einführung von vinkulierten Namenaktien und Stimmrechtsaktien zu schützen gewusst, nicht immer im Interesse der Publikumsaktionäre. Zahlreiche Gesellschaften weisen im Aktionariat einen sogenannten harten Kern («noyau dur« in der französischen Finanzterminologie) auf, der aus den die Stimmenmehrheit kontrollierenden Familienaktionären oder im Aktionärsbindungsvertrag verbundenen Kernaktionären besteht. Sie sind »untakeoverable« (non opeable, OPA oder Offre Publique d'Achat).

Beispiel feindseliger Übernahmerversuch von Sika durch Saint-Gobain

Eine der längsten Übernahmeschlachten Europas ist zu Ende. Der französische Baustoffkonzern Saint-Gobain willigte nach heftiger Gegenwehr ein, auf eine Übernahme des kleineren Schweizer Rivalen Sika zu verzichten. Sika, die Sika-Großaktionäre der Familie Burkhard und Saint-Gobain hätten Verträge zur Beilegung ihrer Streitigkeiten unterzeichnet, teilte Sika mit. Sie verständigten sich auf eine komplexe Transaktion, bei der Sika unabhängig bleibt und Saint-Gobain sowie die Familie Burkard einen Gewinn einstreichen. Damit geht ein

319 Peter, H./Blaas, S./Roos, L.: Ausgewählte Aspekte des Übernahmehrechtes, in: SZW/RSDA 3/2010.

seit Dezember 2014 andauernder Streit zu Ende, der ein Heer von Beratern und mehrere Gerichte beschäftigte.

Die Einigung kommt überraschend, denn noch vor wenigen Wochen hatte sich keine Aufweichung der Fronten abgezeichnet. Die meisten Beobachter waren davon ausgegangen, dass das oberste Schweizer Gericht den Streit schließlich entscheidet. Auslöser der Auseinandersetzung war der Entschluss der Sika-Gründerfamilie im Jahr 2014, ihren Anteil an der über 100-jährigen Firma ohne das Wissen der Sika-Spitze für 2,75 Mrd. Franken an Saint-Gobain zu verkaufen. Die Burkards halten zwar nur gut 17 Prozent des Kapitals, aber die Mehrheit der Stimmrechte. Doch der Sika-Verwaltungsrat vereitelte die Transaktion, indem er die Stimmrechte der Familie beschnitt. Es folgte ein jahrelanges Patt.

Im Zuge der Einigung erwarb nun Saint-Gobain die Anteile der Familie für 3,22 Mrd. Franken. Sieben Prozent der Aktien verkaufte Saint-Gobain für 2,08 Mrd. Franken an Sika selbst weiter. Damit verdienen die Franzosen an dem Deal über 700 Mio. Franken. Saint-Gobain habe sich verpflichtet, die restlichen 10,75 Prozent der Sika-Anteile mindestens zwei Jahre lang nicht zu veräußern. Danach habe Sika ein Vorkaufsrecht an den eigenen Titeln. Zudem sei geplant, dass die Aktienstruktur von Sika vereinfacht werde. Bisher hatten zwei Aktienklassen es der Familie ermöglicht, trotz einer Minderheit des Kapitals die Firma kontrollieren zu können. Mit der Einheitsaktie dürfte die Wahrscheinlichkeit einem Insider zufolge steigen, dass Sika dennoch zu einem Übernahmeziel wird.³²⁰

Beispiel erfolgreiche unfriendly Takeover – KVZ Konsumverein Zürich

Der KVZ war nach einer 1971 abgewehrten feindseligen Übernahme durch Denner im Mai 1989 abermals Gegenstand eines unfreundlichen Übernahmever-suches durch Coop. Obwohl Verwaltungsrat und Geschäftsleitung des KVZ im Sommer 1989 die Übernahme erfolgreich abwehren konnten, ist es Coop im Januar 1991 gelungen, die bestehende Minderheitsbeteiligung durch Übernahme verschiedener grösserer Aktienpakete in eine Mehrheitsbeteiligung auszubauen (2/3 des Kapitals). Anders als im Frühjahr 1989 wurde kein öffentliches Übernahmeangebot an die Publikumsaktionäre unterbreitet. Dieses erfolgte erst im Frühsommer 1995.

320 Quelle: Sika AG verhindert Übernahme durch Baustoffkonzern Saint-Gobain, in: Wirtschaftswoche vom 11.5.2018, abgerufen am 5.12.2023 unter: <https://www.wiwo.de/unternehmen/industrie/nach-jahrelanger-gegenwehr-saint-gobain-verzichtet-auf-sika-uebernahme/21266508.html>.

Beispiel erfolgreiche unfriendly Takeover C. F. Bally Holding

Besonderes Aufsehen erregte 1976/77 die Übernahme der Aktienmehrheit der C. F. Bally Holding nach einer Sneak Attack durch die Syndikats AG (Finanzgruppe um Werner K. Rey), welche diese 1977 an Oerlikon-Bührle weiterverkaufen musste.³²¹

Beispiel erfolgreiche unfriendly Takeover Usego-Trimerco-Holding

Ein Unfriendly Takeover in Form einer Sneak Attack »hinter gezogenen Vorhängen« gemäss Aussage des Denner Chefs durch die Denner AG spielte sich von 1984 bis 1990 um die Usego-Trimerco-Holding ab. Dieser wurde durch eine Vereinbarung zwischen Denner AG und der Hofer + Curti-Gruppe im Frühjahr 1990 beigelegt.

Beispiel erfolgreiche unfriendly Takeover Unaxis (OC Oerlikon)

Die Aktien des aus dem ehemaligen Oerlikon-Bührle-Konzern hervorgegangenen Technologiekonzern Unaxis (Mehrheitsaktionär Familienholding IHAG) wurden 2005 vom österreichischen Finanzkonzern Victory vorwiegend über Finanzinstrumente an der Börse in grossen Stückzahlen erworben. Vor der Generalversammlung 2005 erreichte die Beteiligung 34 %, wobei allerdings nicht alle Aktien stimmberechtigt waren (statutarische Stimmrechtsbeschränkung). Nach der GV verkauft die IHAG ihr 21 %-Paket an Victory. Nach weiteren Zukäufen über die Börse besass Victory am 1. Juni 2005 64.37 % in Aktien und weitere 8.67 % in Optionen. Wegen der Opting-out-Klausel musste Victory kein Pflichtangebot unterbreiten. Nach erheblichen finanziellen Schwierigkeiten des OC-Oerlikon-Konzerns stiess Victory 2008 ihre Mehrheitsbeteiligung an die Renova Holding (Viktor Wechselberg) ab.

Interessieren sich mehrere Gesellschaften für einen Übernahmekandidaten, so ergibt sich für die umworbenen Aktionäre hin und wieder nachträglich eine Verbesserung der ursprünglichen Offerte.

321 Siehe die betriebswirtschaftlich allerdings nicht in allen Teilen befriedigende Schilderung von Klaus, F. J.: Das Bally-Lehrstück – ein Insider-Bericht, Zürich 1985. Ein öffentliches Übernahmeangebot der Syndikats AG an die Publikumsaktionäre erfolgte jedoch nicht.

**Beispiel unfriendly Takeover Abwehrinstrumente Martin Marietta/
Bendix Group**

Als Muster einer solchen Auseinandersetzung kann der geradezu dramatische Kampf um Martin Marietta/Bendix Corp. erwähnt werden. Die Aktionäre von Martin Marietta Corp. (Raumfahrt-ausrüstung, Aluminium, Zement, Chemie) erhielten im August 1982 von Bendix (Autobestandteile, Flugzeugkomponenten, Werkzeugmaschinen) ein Übernahmeangebot zu USD 43 je Aktie (damaliger Börsenkurs USD 33). Martin Marietta konterte mit einer Gegenofferte an die Bendix-Aktionäre zu USD 72 bei einem Börsenkurs der Bendix-Aktie von USD 55 (**Pac-Man-Strategie**). Martin Marietta suchte einen genehmen Partner im Übernahmekampf (**White Knight**) und fand ihn in der UTC (United Technologies Corp.), die den Bendix-Aktionären ebenfalls ein Übernahmeangebot unterbreitete und gleichzeitig mit Martin Marietta ein Abkommen über die Abtretung gewisser Konzernbereiche der Bendix vereinbarte. Bendix wehrte sich mit dem Versuch, durch eine Statutenänderung unerwünschten Übernahmen zuvorzukommen (**Shark Repellent**) und durch eine **Golden Parachutes Strategy** die Fusion für die Kaufinteressenten unattraktiver zu machen. Gleichzeitig liefen zahlreiche Klagen und Gegenklagen. Daraufhin erhöhte UTC das Übernahmeangebot auf USD 85 je Aktie. Nach einem Monat Übernahmekampf hielt Bendix 70 % des Marietta-Kapitals, Marietta 44 % des Bendix-Kapitals. Bendix wehrte sich gegen die UTC-Offerte mit einer Wettbewerbsklage. Die verworrene Lage wurde durch eine erfolgreiche Übernahmeofferte der Allied Corporation (Mischkonzern) an Bendix zu USD 85 je Aktie entspannt. Allied einigte sich mit Marietta auf Übernahme des Bendix-Aktienpakets und gab Marietta den grössten Teil der von Bendix gekauften Aktien zurück, welche diese Aktien annullierte. Allied garantiert Marietta die Unabhängigkeit. Weil Allied und Bendix wenig überlappende Tätigkeiten aufweisen und keine massgeblichen Marktanteile haben, hatte die Antitrustabteilung des Justizdepartementes keine Einwendungen gegen den Zusammenschluss. Im März 1995 hat die Martin Marietta Corp. mit der Lockheed Corp. zur Lockheed Martin Corp. fusioniert.³²²

**Beispiel unfriendly Takeover mit nachträglicher Verbesserung des
Übernahmeangebots Intersport Holding**

Beteiligte Gesellschaften:

Intersport Holding PSC (= I), Aktienkapital 440 000 börsenkotierte vinkulierte Namenaktien zu nom. 50 mit Stimmrechtsbeschränkung auf 5 % des Aktienkapitals.

322 Quelle: Verschiedene Artikel in NZZ und FuW.

Intersport Deutschland e. G. (= ID), Schwesterorganisation der I mit 10.85 % am Aktienkapital von I beteiligt. Alle Aktien sind aufgrund einer Ausnahmewilligung stimmberechtigt.

Stancroft Trust Ltd. London (= ST), Finanzgesellschaft, welche durch N. Berry beherrscht wird. Die I erhielt im Juni 2000 von ID ein Übernahmeangebot zu CHF 105 je Aktie. Dieses wurde vom Verwaltungsrat als fair beurteilt und zur Annahme empfohlen. ST hatte an der Börse und ausserbörslich 222 000 I-Aktien erworben, wurde aber nicht im Aktienregister eingetragen (Dispo-Aktien). Nachdem mit dieser Beteiligung der gesetzliche Schwellenwert überschritten war, wurde ST durch Verfügung der UEK aufgefordert, ein Pflichtübernahmeangebot zu unterbreiten. Der Übernahmepreis betrug CHF 109, unter der Bedingung, dass die statutarischen Eintragungs- und Stimmrechtsbeschränkungen durch die GV von I aufgehoben werden. In der Folge erhöht ID den Übernahmepreis auf CHF 112, erhält aber trotzdem bis zum Ablauf der Angebotsfrist nur 10.1 % der Aktien im Publikumsbesitz. Damit ist das Angebot nicht zu Stande gekommen. Nachdem die GV von I die von ST verlangte Statutenänderung mit grosser Mehrheit genehmigt hat, verkauft ID ihre I-Aktien an ST. ST setzte eine Nachfrist und verfügt nach Ablauf über 91.8 % des Aktienkapitals. Diese Beteiligung ist bis 2011 nicht mehr verändert worden. Trotz des bescheidenen Free Float sind die Aktien der I nach wie vor an der SIX kotiert.³²³

Im Ausland, vor allem in den USA, erfolgen hin und wieder feindselige Übernahmeversuche in der Absicht eines sogenannten **Greenmailings**. Die Geschäftsleitung unterbreitet dem unerwünschten Aufkäufer (**Predatory Investor**) ein Kaufangebot zu einem über dem Marktwert liegenden Preis. So musste 1984 Walt Disney bei einem Börsenkurs von USD 46 dem »Raubritter« Steinberg zur Abwehr eines Unfriendly Takeovers sein Aktienpaket zu USD 77.50 abnehmen.³²⁴

Der Rückkauf wird in der Regel mit einem Stand Still Agreement verbunden, wonach sich der Predatory Investor verpflichtet, während einer längeren Zeitspanne keine Titel mehr zu erwerben oder sich nochmals an einem Übernahmeversuch zu beteiligen. Greenmailing wäre in der Schweiz widerrechtlich, weil die Gesellschaft damit gegen den Grundsatz der Gleichbehandlung von Aktionären verstossen würde.

Statutenvorschriften, die einem Angreifer die Übernahme der Gesellschaft erschweren sollen, werden als **Lock-up-Klauseln** bezeichnet. Böckli umschreibt diese plastisch mit **Petrifizierungsklauseln**. Raiderfeindliche Statutenbestimmungen (wie Vinkulierungsvorschriften, Staggered-Board-Bestimmungen usw.) können nur mit hohen Beschluss- und Präsenzquoten abgeändert werden.³²⁵

323 Quellen: Offizielle Dokumente, Zeitungsartikel, Entscheidung der UEK, GV-Protokolle der Intersport Holding.

324 Siehe: Taylor, J.: *Storming the Magic Kingdom*, New York 1987.

325 Böckli, P.: *Schweizer Aktienrecht*, Zürich 2010, S. 381.

Beispiel Statuten Look-Up-Klauseln

Abänderungen und Aufhebung der folgenden statutarischen Vorschriften bedürfen der Zustimmung von mindestens der Hälfte des Aktienkapitals:

- Umwandlung von Namenaktien in Inhaberaktien,
- Quotenregelung,
- Treuhandverbot,
- Stimmrechtsausübung,
- Auflösung der Gesellschaft,
- Zusammensetzung des Verwaltungsrates.

Die amerikanische Praxis und auch die schweizerische Praxis wie KVZ, Berner Versicherung, Usego-Trimerco und die Case Study Intersport zeigen, dass Poison Pills sich oft als wirkungslos erweisen. Das sicherste Mittel gegen ein feindliches Übernahmeangebot besteht darin, gar keines zu bekommen. Übernahmegefährdet sind vor allem Gesellschaften, deren Aktien an der Börse erheblich unterbewertet sind. Auch wenn der Raider ein deutlich über dem Börsenkurs liegendes Übernahmeangebot unterbreitet und den Aktionären zu einem schönen Verkaufsgewinn verhilft, macht er immer noch ein gutes Geschäft. Die Gewinnmöglichkeiten für den Raider sind umso geringer, je höher die Börsenbewertung der Gesellschaft ist. Die Börsenbewertung kann die von einer feindlichen Übernahme bedrohte Gesellschaft durch eine offensive Kommunikationsstrategie bekämpfen, welche ihren Aktionären nachweist, dass der Angebotspreis gemessen am tatsächlichen Unternehmenswert zu tief ist oder die Gesellschaft neue Strategien zur Wertsteigerung einsetzen will. Organisatorisch ist der Abwehrkampf durch die Einsetzung eines *Defense Team* mit der Aufgabe, Entscheidungsgrundlagen und Informationen für den Verwaltungsrat auszuarbeiten und ein *Defense Handbook* zusammenzustellen. Zu den Abwehrmassnahmen gehören auch alle Entscheidungen zur vertraglichen Sicherung des Managements (Verhinderung von »Überläufern«). Es ist jedoch wichtig, dass die entsprechenden Rechtsgrundlagen wie ein Verhandlungsbonus frühzeitig geschaffen werden. Aus der Sicht der Aktionäre sind diese Massnahmen allerdings nicht immer in ihrem Sinne. Selbstverständlich sind auch die rechtlichen Schranken des Aktienrechtes und nach Publikation des Übernahmeangebotes des Börsenrechtes stets zu beachten. Die vor allem in der US-M&A-Praxis eingesetzten Abwehrmassnahmen werden in der folgenden Übersicht zusammenfassend erklärt (► Dar. 31).

M&A-Abwehrstrategien

Dar. 31: M&A-Abwehrstrategien (Quelle: In Anlehnung an: Nobel, P.: Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, Bern, 2010, S. 926 ff. Ross, St./Westerfield, R./Jaffe, J./Jordan, B.: Core Principles and Applications of Corporate Finance, Boston, 2007, S. 612 ff.)

Begriff	Beschreibung
Change-of-Control-Klauseln	Vertragsklausel, die den Vertragspartnern (Führungskräfte, Kreditgeber, Lieferanten) für den Fall einer Änderung der Kontrollverhältnisse zur Kündigung berechtigen.
Crown Jewel Options	Attraktive Vorkaufsrechte auf bestimmte Vermögenswerte
Golden Parachutes	Vereinbarung von hohen Abfindungen an das Management der Zielgesellschaft im Fall einer Übernahme
Greenmailing	Feindseliger Aufkauf von Anteilen einer Gesellschaft mit dem Ziel, sie der Gesellschaft selbst oder mit ihr befreundeter Dritter teurer zurückzuverkaufen.
Kamikaze-Strategie	Sammelbezeichnung für Abwehrmassnahmen für den Fall eines feindlichen Übernahmeversuches
Lock-up-Klauseln	Statutenvorschriften, die eine Übernahme erschweren sollen (Synonym: Petrifizierungsklauseln). Z. B. grössere Mehrheiten für Beschlüsse als vom Gesetz vorge- sehen.
Pac-Man-Strategie	Gegenofferte an die Aktionäre des angreifenden Unternehmens durch die Zielgesellschaft
People Pills	Klauseln zur kostspieligen Auflösung von Arbeitsverträgen von Führungskräften im Falle einer Übernahme
Poison Pills	Abschreckende Kapitalmassnahmen (z. B. Stock Dividends zu Gunsten der bisherigen Aktionäre für den Fall einer Übernahme, Kreditaufnahmen)
Scorched Earth Strategy	Verkauf von Aktiven, auf die es der Übernahmekandidat abgesehen hat.
Shark Repellent	Übernahmeabwehrklauseln generell
Sneak Attack	Heimlicher Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft möglichst bis zur Mehrheit der Stimmen.
Staggered Board	Gestaffelte Amtsdauer für die Mitglieder des Verwaltungsrates, um zu verhindern, dass der Raider in einer Wahl den gesamten VR erneuern kann.
White Knight	Verbündeter (Weisser Ritter) der Zielgesellschaft im Abwehrkampf.

Beispiel Ablauf eines erfolgreichen unfreundlichen Übernahmeangebotes Leica Geosystems Holdings AG

»Die Lancierung einer Übernahmeofferte ohne vorherigen Kontakt zu Verwaltungsrat und Management ist eine neue Erscheinung. Der Fall Hexagon/Leica ist wie ein Startschuss für eine neue Ära in der schweizerischen Übernahmebranche.«³²⁶

Parteien:

L = Leica Geosystems Holdings AG, Balgach (SG)

Weltführender Konzern der Vermessungstechnik Umsatz 2004/05: CHF 773 Mio. Aktienkapital: CHF 117 329 100 eingeteilt in: 2 346 582 Namenaktien zu CHF 50.

H = Hexagon AB (publ.)

Technologiekonzern u. a. mit Bereichen Messtechnik, Automation Umsatz 2004: SEK 8.3 Mrd.

Aktienkapital: SEK 230 691 384 eingeteilt in: 3 150 000 Aktien A (mit 10 Stimmen je Aktie) und 54 522 848 Aktien B.

D = Danaher Corp., Wilmington/Delaware (USA)

Vertreten durch die 100 % Tochtergesellschaft Edelweiss Holdings ApS (Kopenhagen) Konglomeratskonzern; Umsatz 2004: USD 6.9 Mrd.

Der Verlauf dieser Übernahme weist verschiedene Besonderheiten auf. H hat sich zum ersten Übernahmeangebot ohne eine Due-Diligence-Prüfung entschlossen, und sich beim Angebot ausschliesslich auf die publizierten Finanzinformationen von L für das Geschäftsjahr 2004/05 und firmeneigene Marktstudien gestützt. Die Lancierung eines überraschenden Angebotes über das Wochenende (11./12. Juni) ist in der Takeover-Strategie in den USA als »Saturday Night Special« bekannt. Auf diese Weise werden Informationslecks mit Auswirkungen auf den Börsenkursverlauf aus Verhandlungen zwischen dem Anbieter und dem Target vermieden. Die entgegen der ursprünglichen Aussage (keine Erhöhung des Angebotspreises) vorgenommene Anpassung erfolgte nach der durchgeführten Due Diligence und der Erkenntnis, dass das ursprüngliche Angebot tatsächlich zu tief gewesen sei. H hat den Erfolg des Übernahmeangebotes u. a. auch der Qualität der beanspruchten Beratung in allen Bereichen zurückgeführt. Diese war vor allem wichtig, weil H bisher auf dem schweizerischen Markt nicht aktiv war. Als ein weiterer Grund für den Erfolg wurde von H das atomisierte Aktionariat von L angegeben. L wies lediglich einige Finanzinvestoren mit kleineren meldepflichtigen Beteiligungen auf, welche den Entscheid über Annahme oder Ablehnung des Angebotes ausschliesslich vom Preis abhängig machen. Eine professionelle Kommunikationsstrategie wurde im Übernahmekampf von beiden Parteien eingesetzt und hat sowohl Investoren wie die öffentliche Meinung beeinflusst.³²⁷

326 Quelle: R. Sauser, Corporate Finance Ernst & Young, in: FuW vom 15.6.2005.

327 Quellen: Verschiedene Presseartikel, offizielle Dokumente aus den gesetzlichen Übernahmeverfahren, Referat O. Rollén vom 14.11.2005 (Seminar Baker & McKenzie).

15.5 Verbindungen durch käufliche Übernahme von Aktiven und Passiven

Für den Erwerb von Aktiven und Passiven einer Unternehmung (Purchase of Assets, Asset Deal) anstelle der Gesellschaft als solche, verkörpert durch die Beteiligungsrechte (Share Deal), gibt es verschiedene Gründe.³²⁸

Im Rahmen einer strategischen Neuausrichtung will sich der Verkäufer nur von einem bestimmten Geschäftsbereich trennen, welcher in der Regel nicht mit einer juristischen Person, d. h. einer Aktiengesellschaft oder GmbH, identisch ist. Zudem verteilt sich dieser in Konzernen häufig über eine Vielzahl von Tochtergesellschaften, aus denen er »herausgelöst« werden muss. Der Käufer bevorzugt einen Asset Deal als Erwerbsform, wenn er befürchtet, dass er beim Share Deal trotz ausführlicher Due Diligence bei der Integration der übernommenen Gesellschaft auf »Leichen im Keller« stösst.

Rechtlich kann ein Asset Deal in zwei Varianten abgewickelt werden:

- die Singularsukzession oder Einzelübertragung (Übernahme eines Geschäfts mit Aktiven und Passiven nach OR 181)
- die Vermögensübertragung nach FusG 69. Der Übertragungsvertrag bedarf der schriftlichen Form. Wenn Grundstücke übertragen werden, ist eine öffentliche Beurkundung erforderlich. Der Inhalt des Übertragungsvertrags ist in FusG 71 umschrieben. Die Vermögensübertragung ist nur zulässig, wenn das Inventar einen Aktivüberschuss aufweist.³²⁹

Nicht klar geregelt ist auch die Übertragung von Vertragsverhältnissen. Als weiterer Nachteil werden die dreijährige Solidarhaftung und die Möglichkeit einer Anfechtungsklage empfunden. Gegenüber dem herkömmlichen Vorgehen des Asset Deals ist somit die neue Form der Vermögensübertragung nach FusG nicht attraktiver.³³⁰

328 Cerutti, R./Rohner, U.: in: M & A Recht und Wirtschaft in der Praxis, Festschrift für Rolf Tschäni, Zürich 2010, S. 39 ff.

329 Die Vermögensübertragung wird vor allem bei der Ausgliederung von Geschäftsbereichen durch Sacheinlagegründung eingesetzt. So erfolgte 2009 die Gründung der Infrastruktur Gesellschaft BLS Netz AG durch die BLS AG durch Vermögensübertragung. Information FusG 74 im Geschäftsbericht der BLS AG 2009, Anhang zur Jahresrechnung, S. 59.

330 Druey, J. C.: Gesellschafts- und Handelsrecht, Zürich 2010, S. 309. Baker Mc Kenzie (Hrsg): Fusionsgesetz, Bern 2003, S. 376 ff.

Beispiel Zugang von Aktiven und Passiven beim Asset Deal Kardex Holding

Die Kardex AG übernahm im Rahmen eines Asset Purchase Agreements am 11. Mai 2009 die Aktiven und Passiven der auf Kardex- und Stow-Produkte ausgerichteten Aktivitäten des skandinavischen Vertriebspartners Element Storage Systems AS mit Sitz in Klofta bei Oslo.

Im Rahmen der Akquisition wurden folgende Aktiven und Passiven übernommen (► Dar. 32).

Dar. 32

Mio. EUR	Marktwert	Neubewertung wegen Erwerbsmethode	Buchwert der Neubewertung
Sachanlagen	0.1	0.0	0.1
Übrige immaterielle Vermögenswerte	1.4	1.2	0.2
Ergebnis aus übernommenen Aufträgen	0.2	0.2	0.0
Vorräte	0.3	0.0	0.3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und übriges Umlaufvermögen	1.0	0.0	1.0
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-1.9	0.0	-1.9
Sonstige Verbindlichkeiten	-0.2	0.0	-0.2
Identifizierbares akquiriertes Nettovermögen	0.9	1.4	-0.5
Goodwill	1.7		
Erfasstes Nettovermögen aus Unternehmenszusammenschluss	2.6		

Per 31. Dezember 2009 wurde die Bewertung der Akquisition endgültig vorgenommen. Daraus ergab sich gegenüber der zum Halbjahresabschluss provisorisch vorgenommenen Bewertung eine Anpassung bei der Neubewertung der übrigen immateriellen

Vermögenswerte in der Höhe von EUR 0.3 Mio. mit dem Ergebnis eines um EUR 0.3 Mio. höheren Goodwills. Der Goodwill wurde für zukünftige Synergieerwartungen bezahlt und dem Geschäftssegment Kardex Remstar zugeteilt.

Das nach Verkauf der hauptsächlichsten Aktiven übrigbleibende Gebilde wird als **Rumpfgesellschaft** bezeichnet. Die verbleibenden Aktiven ermöglichen in der Regel keine Weiterführung der bisherigen Aktivität. In vielen Fällen hat die Rumpfgesellschaft jedoch die Aufgabe der Liquidationsgesellschaft zu erfüllen. Sie muss nach und nach die ihr noch verbleibenden Vermögenswerte realisieren, die von der aufnehmenden Gesellschaft nicht übernommen wurden.

Beispiel Entstehung einer Rumpfgesellschaft Caves Orsat S. A.

1998 hat eine ausserordentliche Generalversammlung der Caves Orsat S. A., Martigny, aufgrund von unüberwindlichen finanziellen Schwierigkeiten (Jahresabschluss 1998: Cashdrain CHF 1.4 Mio., Überschuldung CHF 4.8 Mio.³³¹) beschlossen:

- Aktiven und Passiven des Weingeschäftes (Rebberge, Kellerei, Abfüllanlage) auf die inaktive Tochtergesellschaft Valcave S. A. zu übertragen.
- Die Valcave S. A. an die Rouvinez S. A. für CHF 14 Mio. zu verkaufen.
- Die bisherige Firmenbezeichnung Caves Orsat auf die Valcave S. A. zu übertragen.
- Die verbleibenden Tätigkeiten unter der Firmenbezeichnung SICOR S. A. als Rumpfgesellschaft bis zur Liquidation weiterzuführen.

Ein Asset Deal wird oft auch bei der Übernahme von Banken eingesetzt, insbesondere, wenn die zu übernehmende Bank in Schwierigkeiten steckt und das Ausmass der Risiken in den Aktiven und den Rückstellungen schwer überblickbar ist.

15.6 Beteiligung an Gemeinschaftsunterhemen (Joint Venture)

Eine weitere Form der Zusammenarbeit durch Beteiligung ist die Gründung einer gemeinsamen Tochtergesellschaft, sogenannte **Joint Venture** (Gemeinschaftsunternehmung) als Aktiengesellschaft oder auch als GmbH. Im angelsächsischen Sprachbereich wird der Begriff eher weiter gefasst, indem auch sogenannte »contractual joint ventures«, Formen der Unternehmungszusammenarbeit ohne kapitalmässige Beteiligung (Non Equity Joint Venture) darunter subsumiert werden.

³³¹ Weil Bankschulden von CHF 13.5 Mio. mit einem Rangrücktritt versehen sind, wird auf eine Anzeige an den Richter nach aOR 725 verzichtet.

Joint Ventures sind ein von zwei oder mehreren Unternehmungen gemeinsam getragenes körperschaftliches Gebilde in der Rechtsform der AG oder der GmbH, die in irgendeiner Form mit der Führung der Stammunternehmungen verbunden sind.

Die Motive für die Gründung von Joint Ventures sind u. a. Verbesserung der Konkurrenzfähigkeit durch Zusammenlegung von betriebswirtschaftlichen Funktionen (Einkauf, Fertigung, Verkauf, Forschung und Entwicklung), Risikoausgleich, Vermeidung von Doppelinvestitionen. Ein wesentlicher Teil entfällt auch auf Aktivitäten der Forschung und Entwicklung.

Beispiel Joint Venture Neue Druck und Verlag AG (New Company)³³²

Die Rheintaler Druckerei und Verlag AG, Berneck und die Druckerei Flawil AG haben im November 2011 beschlossen, ihre operativen Unternehmungseinheiten Druck, Fachverlage und Online als Joint Venture in eine neu zu gründende Tochtergesellschaft einzubringen. Mit dem Joint Venture wird die regionale Marktführerschaft angestrebt. Auf einen späteren Zeitpunkt werden die Druckereikapazitäten an einem Standort zusammengefasst. An der neuen Gesellschaft sind die beiden Gründeraktionäre mit je 50 % beteiligt und stellen je drei Verwaltungsräte. Die von den beiden Gründeraktionären herausgegebenen Regionalzeitungen sind vom Zusammenschluss nicht betroffen.³³³

Weil den Aktionären aktienrechtlich keine Nebenleistungspflichten auferlegt werden können, erfordert die Begründung eines Joint Venture häufig die Errichtung einer **Doppelgesellschaft**, d. h. eine Kombination von Kapitalgesellschaft und einfacher Gesellschaft.

Die Führung von Joint Ventures ist mit besonderen Problemen verbunden. Gründen zwei Stammunternehmungen eine Joint Venture auf der Basis der Gleichberechtigung (Fifty-Fifty-Beteiligung), besteht die Gefahr von Patt-Situationen (Deadlocks) und damit von Spannungen, denn auf die Dauer ist es nicht einfach, die Interessen zweier kapitalmässig gleich starken Partner unter einen Hut zu bringen. So hört man ironisch über Joint Ventures, diese wurden »doppelte Arbeit und halben Gewinn« bedeuten. Hat der Verwaltungsratspräsident das Recht auf Stichentscheid (Casting Vote), so wird der Grundsatz der gleichberechtigten Partnerschaft aufgegeben. Übernimmt ein Partner die Stimmenmehrheit, entstehen die Probleme des Minderheitenschutzes.³³⁴

332 Als definitive Firmenbezeichnung wurde später galledia AG festgelegt.

333 Quelle: Medieninformation vom 25.11.2011.

334 Weitere sogenannte Deadlock Devices erwähnt in: Oertle, M.: Das Gemeinschaftsunternehmen (Joint Venture) im schweizerischen Recht, Zürich 1990, S. 76 ff.

Die Gründung eines Joint Ventures bedeutet einen fusionsähnlichen Tatbestand, wenn die Gründer ihre Unternehmungen oder Teile davon in eine gemeinsame »Joint Venture Holding« einbringen, an der sie zu je 50 % beteiligt sind. Auch der Erwerb oder die Gründung eines Gemeinschaftsunternehmens stellt einen Unternehmungszusammenschluss dar, wenn das Gemeinschaftsunternehmen auf Dauer alle Funktionen einer selbständigen wirtschaftlichen Einheit erfüllt.³³⁵ Auch wenn zwei oder mehrere Unternehmen ein Gemeinschaftsunternehmen zwecks gemeinsamer Kontrolle gründen, liegt ein Unternehmungszusammenschluss vor, wenn das Gemeinschaftsunternehmen die in der Verordnung näher umschriebene Funktion erfüllt.

15.7 Verbindungen durch Bildung einer Zwillingsgesellschaft

Die Zwillingsaktiengesellschaft³³⁶ ist eine Unternehmungsverbindung von zwei rechtlich selbständigen Aktiengesellschaften, deren Aktien zumindest grösstenteils untrennbar miteinander verknüpft sind und die ihre Tätigkeiten auf einen gemeinsamen Zweck hin weitgehend koordinieren.

Mit der Zwillingsaktiengesellschaft nicht zu verwechseln ist die sogenannte **Parallelaktiengesellschaft**. Von der Doppelgesellschaft unterscheidet sich die Parallelaktiengesellschaft vor allem dadurch, dass die Doppelgesellschaft eine Gesellschaft ohne Rechtspersönlichkeit mit einer juristischen Person wie einer Aktiengesellschaft verbindet.

Die Zwillingsaktiengesellschaft ist ein Sonderfall der Parallelaktiengesellschaft, wobei sich die beiden Gesellschaften vor allem durch den Zweck unterscheiden. Mit der Gründung einer Zwillingsaktiengesellschaft werden zwei bisher getrennte Unternehmungsgruppen liiert. Sie ist ein Instrument der Konzernbildung, im Gegensatz zur Parallelaktiengesellschaft, die als Instrument zur Strukturierung der Konzernspitze benutzt wird. Die Bildung einer Zwillingsaktiengesellschaft ist eindeutig ein Fusionsersatz, vor allem wenn die Voraussetzungen für eine echte Verschmelzung fehlen (weil z. B. die Gesellschaften auf ihre Selbständigkeit pochen und die Übernahme durch den Partner aus psychologischen Gründen nur mit Mühe akzeptieren konnten).

Die enge wirtschaftliche Verbindung der Zwillingsaktiengesellschaft wird durch eine weitgehende Personalunion der Führungsgremien (Verwaltungsrat, Geschäftsleitung) verstärkt.

335 Art. 2 der Verordnung über die Kontrolle von Unternehmungen vom 17.6.1996. Baker & McKenzie: Kartellgesetz, Zürich 2007, S. 55.

336 Die Zwillingsaktiengesellschaft stellt die klassische Form des Gleichordnungskonzerns dar. Plattner, J.: Die Zwillingsaktie, Zürich 1970, S. 26.

Beispiele Bildung und Auflösung von Zwillingssaktiengesellschaften Helvetia Versicherungen

Musterbeispiele einer Zwillingssaktiengesellschaft waren die beiden Helvetia Versicherungsgesellschaften. Die Helvetia Feuer St. Gallen und die Helvetia Unfall Zürich hatten im September 1968 zur beidseitigen Stärkung und Unterstützung einen Zusammenschluss durch Bildung einer Zwillingssaktiengesellschaft vorgenommen. Der Unternehmungszusammenschluss durch Bildung einer Zwillingssaktiengesellschaft ist wie die Interessengemeinschaft »weder Fisch noch Vogel«. Er wurde Ende 1988 deshalb aufgelöst, weil die erwarteten Synergieeffekte offenkundig ausgeblieben sind.³³⁷

15.8 Quasifusion

Bei einer **Quasifusion** erwirbt die übernehmende Gesellschaft durch Anteilsumtausch alle oder die Mehrheit der Anteilsrechte von den Anteilsinhabern der übernommenen Gesellschaft, welche als Tochtergesellschaft der übernehmenden Gesellschaft weiterbesteht.

Verschiedene der in der Schweiz durchgeführten Unternehmensverbindungen erfolgten nicht auf der Basis der handelsrechtlichen Verschmelzung, sondern in Form der Quasifusion. Die Gesellschaft A übernimmt die Gesellschaft B als Tochtergesellschaft. Im Gegensatz zum Kauf einer Beteiligung gegen bar erhalten die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft B Aktien der Gesellschaft A wie bei einer echten Fusion als Gegenleistung für die als Sacheinlage eingebrachten Aktien. Als Zwischenlösung ist auch die Ausgabe von Wandelobligationen, die in Aktien der Gesellschaft A konvertiert werden können, möglich.

Die finanzwirtschaftlichen Auswirkungen der Quasifusion sind damit sowohl für die übernehmende Gesellschaft wie für die Aktionäre der übernommenen Gesellschaft weitgehend die gleichen wie bei der handelsrechtlichen Fusion.

Während der Erwerb einer Beteiligung durch Kauf der Aktien gegen bar einen erheblichen Mitteleinsatz erfordert, kostet die Quasifusion gleich wie die handelsrechtliche Verschmelzung die übernehmende Unternehmung vorerst nicht viel mehr als eine normale Kapitalerhöhung. Der Entscheid, eine Quasifusion

anstelle einer echten Verschmelzung vorzunehmen, ist auf verschiedene Überlegungen zurückzuführen. Die übernommene Gesellschaft behält ihre bisherige Rechtspersönlichkeit bei und bleibt wie bis anhin eigenes Steuersubjekt. Mit dem

337 Quelle: Siehe NZZ Nr. 127/1988. Helvetia Zwillinge: Einvernehmliche Scheidung, in: FuW Nr. 43/1988.

Verlust der eigenen Rechtspersönlichkeit durch Fusion können sich zudem andere nachteilige Folgen ergeben. Bei allen traditionsreichen Unternehmungen ist mit dem Firmennamen meist ein erheblicher Goodwill verbunden, den man ebenfalls durch Aufrechterhaltung der rechtlichen Selbständigkeit der übernommenen Unternehmung ungeschmälert erhalten will. Ferner ist nicht zu übersehen, dass die Preisgabe der wirtschaftlichen Selbständigkeit häufig auf emotionale Widerstände stösst.³³⁸

Wird keine eigentliche Verschmelzung vorgenommen, so fallen die psychologischen Widerstände gegen den Zusammenschluss weniger stark ins Gewicht. Aktionäre, welche mit dem Zusammenschluss nicht einverstanden sind, werden zum Umtausch ihrer Titel nicht gezwungen, während die Fusion notwendigerweise einen Umtauschzwang mit sich bringt. Die Quasifusion hat den Vorteil, dass die übernommene Gesellschaft rechtlich als selbständige Unternehmung bestehen bleibt und sich somit auch an ihrem Marktauftritt nichts verändert. Die Geschäftspartner sind von der Änderung der Eigentumsverhältnisse nicht betroffen.

Vor- und Nachteile einer Quasifusion für den Marktauftritt können ausgeglichen werden, wenn sich die Übernahme formell durch eine echte Fusion nach FusG vollzieht und gleichzeitig mit der Fusion die für den selbständigen Geschäftsbetrieb der übernommenen Gesellschaft erforderlichen Aktiven und Passiven unmittelbar auf eine neu gegründete Gesellschaft mit der bisherigen Firmenbezeichnung übertragen werden.

Für das Umtauschangebot in Form eines öffentlichen Übernahmeangebotes sind die Vorschriften des Übernahmerechtes zu beachten. Die Verbuchung der durch Aktientausch erworbenen Beteiligung bei der übernehmenden Gesellschaft kann entweder zum nominellen Gegenwert der Kapitalerhöhung oder zum vorsichtig geschätzten Verkehrswert erfolgen, denn es gilt das beim Tausch anwendbare Bilanzierungswahlrecht.³³⁹ Werden die Aktien zum Verkehrswert verbucht, entsteht aus der Differenz zwischen dem Betrag der Kapitalerhöhung und dem Apportwert der übernommenen Titel das Fusionsagio. Ein Goodwill aus einem solchen Geschäft darf nach dem OR nicht bilanziert werden. In der Praxis überwiegen in vielen Fällen für alle Beteiligten die Vorteile, weshalb die Quasifusion einer echten Fusion nach FusG vorgezogen wird.³⁴⁰

Die Quasifusion geniesst im Steuerrecht eine besondere Bedeutung. Eine Quasifusion liegt steuerrechtlich dann vor, wenn die übernehmende Gesellschaft nach der Übernahme mindestens 50 Prozent der Stimmrechte an der übernommenen Gesellschaft hält und den Anteilsinhabern an der übernommenen Gesellschaft höchstens 50 Prozent des effektiven Wertes der übernommenen Beteiligungsrechte

338 Typisch hierfür die kritischen Voten gegen die Fusion insbesondere aus Kreisen der Mitarbeiteraktionäre an der Fusions-Generalversammlung der J. R. Geigy AG, siehe Erni, P.: Die Basler Heirat, Zürich 1979, S. 160 ff. und 183.

339 EXPERTSuisse, Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung, Band »Buchführung und Rechnungslegung«, 2023, N 281, S. 187.

340 Schenker, U.: Fusion, in: GesKR 2/2007, S. 162 ff.

gutgeschrieben oder ausbezahlt wird. Eine Quasifusion bedingt zudem eine Kapitalerhöhung der übernehmenden Gesellschaft.³⁴¹ Steuerrechtlich werden Nennwerterhöhungen oder Ausgleichszahlungen nicht besteuert, sofern diese im Privatvermögen des Aktionärs gehalten werden. Sofern eine zeitnahe Absorption folgt, liegt ein steuerbarer Vermögenswert auf Nennwerthöhungen oder Ausgleichszahlungen dar.³⁴²

15.9 Volkswirtschaftliche Aspekte

Neben den betriebswirtschaftlichen Aspekten von Unternehmensverbindungen sind auch die volkswirtschaftlichen Gesichtspunkte bedeutsam. Vertragliche Unternehmensverbindungen können durch gemeinsame Abreden das volkswirtschaftlich erwünschte freie Spiel der Marktkräfte beeinträchtigen. Aus Zusammenschlüssen von Grossunternehmen entstehen vielfach marktbeherrschende Grosskonzerne. Um einen freien Wettbewerb sicherzustellen, befasst sich deshalb in den meisten Ländern auch die staatliche oder supranationale Wirtschaftspolitik mit den Unternehmensverbindungen.

Nachdem der schweizerische Gesetzgeber im Kartellgesetz (KG) ursprünglich vor allem Wettbewerbsbeschränkungen durch Kartellvereinbarungen geregelt hatte, sind seit 1995 auch Normen zur Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen zu beachten.

KG 9 sieht eine präventive Fusionskontrolle aufgrund einer Meldepflicht bei Unternehmenszusammenschlüssen, Fusionen, Beteiligungserwerb und anderen Vorgängen zur Erlangung der Kontrolle über ein Unternehmen vor, sofern im letzten Geschäftsjahr vor dem Zusammenschluss:

- a) Die beteiligten Unternehmen einen Umsatz von insgesamt mindestens CHF 2 Mrd. oder einen auf die Schweiz anfallenden Umsatz von insgesamt mindestens CHF 500 Mio. erzielen; und
- b) Mindestens zwei der beteiligten Unternehmen einen Umsatz in der Schweiz von je mindestens CHF 100 Mio. erzielen.

Die Verordnung über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen (vom 17. Juni 1996) definiert in Art. 1 die Kontrolle wie folgt: Ein Unternehmen erlangt im Sinne von KG 4 III b die Kontrolle über ein bisher unabhängiges Unternehmen, wenn es durch den Erwerb von Beteiligungsrechten oder auf andere Weise die Möglichkeit erhält, einen bestimmten Einfluss auf die Tätigkeit des anderen Unternehmens auszuüben. Mittel zur Kontrolle können, einzeln oder in Kombination, insbesondere sein:

341 KS 5a Umstrukturierungen vom 1. Februar 2022, S. 48.

342 KS 5a Umstrukturierungen vom 1. Februar 2022, S. 48.

- a) Eigentums- oder Nutzungsrechte an der Gesamtheit oder an Teilen des Vermögens des Unternehmens;
- b) Rechte oder Verträge, die einen bestimmten Einfluss auf die Zusammensetzung, die Beratungen oder Beschlüsse der Organe des Unternehmens gewähren.

Die Schwellenwerte sind relativ hoch angesetzt, sodass Zusammenschlüsse vom KMU faktisch nicht erfasst werden.

Die Wettbewerbskommission (WEKO) prüft innert vier Monaten die Auswirkungen des Zusammenschlusses auf den Wettbewerb. Sie kann den Zusammenschluss untersagen oder ihn mit Bedingungen und Auflagen zulassen (wie die Fusion Bankverein/Bankgesellschaft zur UBS oder die Übernahme von Denner durch den Migros Genossenschaftsbund), wenn »der Zusammenschluss eine marktbeherrschende Stellung, durch die wirksamer Wettbewerb beseitigt werden kann, begründet oder verstärkt ...«.³⁴³

Beispiel Verbot eines Unternehmenszusammenschlusses France Telecom S. A. (Orange) und Sunrise Communications AG

Die beiden Telekommunikationsunternehmen hatten die Absicht, sich zusammenzuschliessen durch Integration von Sunrise in Orange France Telecom S. A. Nach Ansicht der WEKO hätte das fusionierte Unternehmen zusammen mit Swisscom eine kollektiv marktbeherrschende Stellung im Mobilfunkmarkt begründet. Gleichzeitig wäre der im Markt aktivste Netzbetreiber aus dem Markt ausgeschieden. Aus diesem Grund untersagte die WEKO das Zusammenschlussvorhaben.³⁴⁴

Für international tätige Schweizer Gesellschaften kann auch die ausländische Rechtsordnung (vor allem EU- und USA-Recht) bei Nichtbeachtung einschneidende Folgen auslösen, wie hohe Bussen oder im schlimmsten Fall sogar in den USA Freiheitsstrafen für die verantwortlichen Manager.³⁴⁵

Weil die Globalisierung zu zahlreichen grenzüberschreitenden Unternehmenszusammenschlüssen führt, hat die EU 2004 die sogenannte Fusionskontrollverordnung erlassen. Diese ermächtigt die europäische Kommission Unternehmensübernahmen zu untersagen oder unter Einhaltung von Auflagen zu bewilligen.³⁴⁶

343 Reich, Ph. M.: Baker & McKenzie, Handkommentar zu KG 10, Bern 2007, S. 126 ff. Über die Auflagen der WEKO für den Zusammenschluss MIGROS/Denner, siehe NZZ vom 5.9.2007.

344 Quelle: Amtliche Mitteilung der WEKO vom 22.4.2010.

345 Grosses Aufsehen erregten die 1999 bekannt gegebenen Sanktionen des amerikanischen Justizministeriums (USD 725 Mio. Busse und USD 100 000 Strafgeld sowie vier Monate Haft für die verantwortlichen Manager) gegen das sogenannte Vitaminkartell, dem u. a. auch Roche und BASF angehörten. Quelle: NZZ vom 21.5.1999.

346 Verordnung (EG) Nr. 139/2004 des Rates vom 20.1.2004 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen (EG-Fusionskontrollverordnung).

15.10 Der Konzern als Unternehmensverbindung

15.10.1 Begriff und Wesen des Konzerns

Wenn eine Gesellschaft (Mutter- oder Obergesellschaft, auch Stammhaus genannt) eine Allein- oder Mehrheitsbeteiligung an einer anderen Gesellschaft (Tochter- oder Untergesellschaft) erwirbt, entsteht ein **Konzern**.³⁴⁷

Ein **Konzern** ist eine durch Stimmenmehrheit oder andere Weise bewirkte Zusammenfassung von zwei oder mehreren Gesellschaften unter Kontrolle. Die einheitliche Leitung ist dabei von untergeordneter Bedeutung.

Diese Legaldefinition (OR 963) lassen zwei Elemente erkennen:

- Die *Zusammenfassung mehrerer rechtlich selbständiger Gesellschaften* durch Allein- oder Mehrheitsbeteiligungen an diesen Tochtergesellschaften. In der Schweiz eher selten ist die Zusammenfassung aufgrund von vertraglichen Vereinbarungen (Vertragskonzern).³⁴⁸ Auch personelle Verflechtungen, bei welchen in verschiedenen Gesellschaften die gleichen Personen die Aufgabe der Oberleitung innehaben, können zu einem Konzernverhältnis führen.
- Die *einheitliche Leitung bzw. Kontrolle* durch die herrschende Gesellschaft zur Bildung einer wirtschaftlichen Einheit mit gemeinsamer Strategie für alle Gesellschaften des Konzerns. Es ist umstritten, ob ein Konzern auch vorliegt, wenn die Obergesellschaft trotz Mehrheitsbeteiligung auf die einheitliche Leitung verzichtet (**Kontrollprinzip**). Die tatsächliche Ausübung der Beherrschung wird als **Leitungsprinzip** bezeichnet. Das Rechnungslegungsrecht (Pflicht zur Erstellung der Konzernrechnung) ist das Leitungsprinzip massgebend.

Der Konzern ist nur eine wirtschaftliche Einheit und als solcher wegen der fehlenden Gesellschaftsform kein selbständiges Rechtsobjekt. Alle Gesellschaften des Konzerns sind rechtlich selbständig und damit auch Steuersubjekte (**Legal Entity**). Konzerne entstehen in der Regel dadurch, dass eine bestehende operativ tätige Gesellschaft durch Neugründung oder Akquisition sich Allein- oder Mehrheitsbeteiligungen angliedert (externes Wachstum). Die Neugründung einer reinen Hol-

347 Englische Bezeichnungen für Konzern (Group), Muttergesellschaft (Parent Company), Tochtergesellschaft (Subsidiary Company).

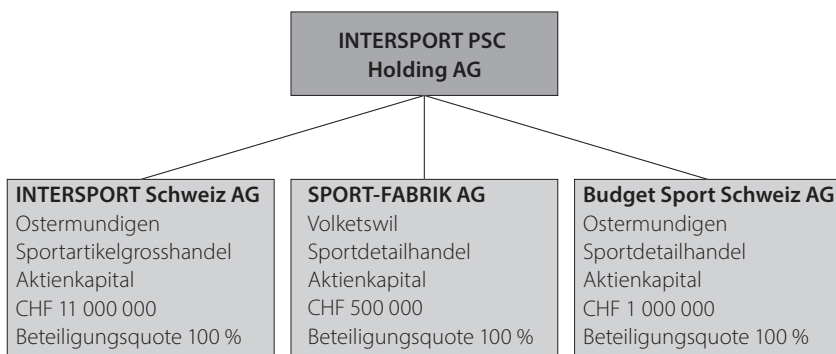
348 Bekannt ist der Zusammenschluss 2004 von 32 Regionalbanken (2012 noch 18 Banken) und der Clientis AG zu einem Vertragskonzern nach BankV 4 III. Grundlage des Vertragskonzerns ist der Gesellschaftsvertrag zwischen den Clientis Banken und der Clientis AG. Überdies besteht unter den Banken ein Aktionärbindungsvertrag. Die Gruppenmitglieder halten die Aktien der Clientis AG, welche für die Konzernleitung und der Führung eines gemeinsamen Dienstleistungszentrums verantwortlich ist. Quelle: Geschäftsbericht Clientis 2011, S. 20.

ding als Konzernobergesellschaft mit späterem Erwerb von Tochtergesellschaften ist eher die Ausnahme.

Stehen die einzelnen Konzerngesellschaften in einem Abhängigkeitsverhältnis unter einer zentralen Kontrolle, liegt ein **Unterordnungs-** oder **Subordinationskonzern** vor. Eine Zusammenfassung von rechtlich selbständigen Gesellschaften ohne Abhängigkeitsverhältnis, aber unter Kontrolle durch zwei gleichgeordnete Gesellschaften, wird als **Gleichordnungskonzern** bezeichnet. Gleichordnungskonzerne sind in der Wirtschaftspraxis selten.³⁴⁹ Konzerne werden in einfachen Verhältnissen als **Einstufenkonzern**, im Normalfall jedoch als **Mehrstufenkonzern** strukturiert.

Im **mehrstufigen Konzern** halten die Tochtergesellschaften ihrerseits wieder Allein- oder Mehrheitsbeteiligungen, wobei die Tochtergesellschaften einer Konzerntochtergesellschaft auch als **Enkelgesellschaften** (Subsubsidiaries) bezeichnet werden. Grössere Konzerne sind stets mehrstufige Konzerne mit Subholdings, welche in der Regel alle Tochtergesellschaften in einem bestimmten Land als **Länderholding** zusammenfassen.

Es ist eine Besonderheit der schweizerischen Rechtsordnung, dass entgegen der wirtschaftlichen Bedeutung der Konzerne eine ausführliche Konzerngesetzgebung fehlt. Es sind nur einzelne Aspekte, insbesondere für die Rechnungslegung (OR 963 ff.), eigene Aktien und knappe Sonderbestimmungen für die Holdinggesellschaften, geregelt. Aus diesem Grund sind die von Lehre und Praxis entwickelten geschriebenen und ungeschriebenen gesellschaftsrechtlichen Regeln für Konzernverhältnisse besonders wichtig.³⁵⁰



Dar. 33: Beispiel für einen einstufigen Konzern: Intersport PCS Holding AG

³⁴⁹ Aus dem niederländisch-britischen Gleichordnungskonzern mit zwei Muttergesellschaften Royal Dutch und Shell Transport and Trading Company wurde 2004 die britische Royal Dutch Shell PLC gebildet. Quelle: NZZ vom 29.10.2004.

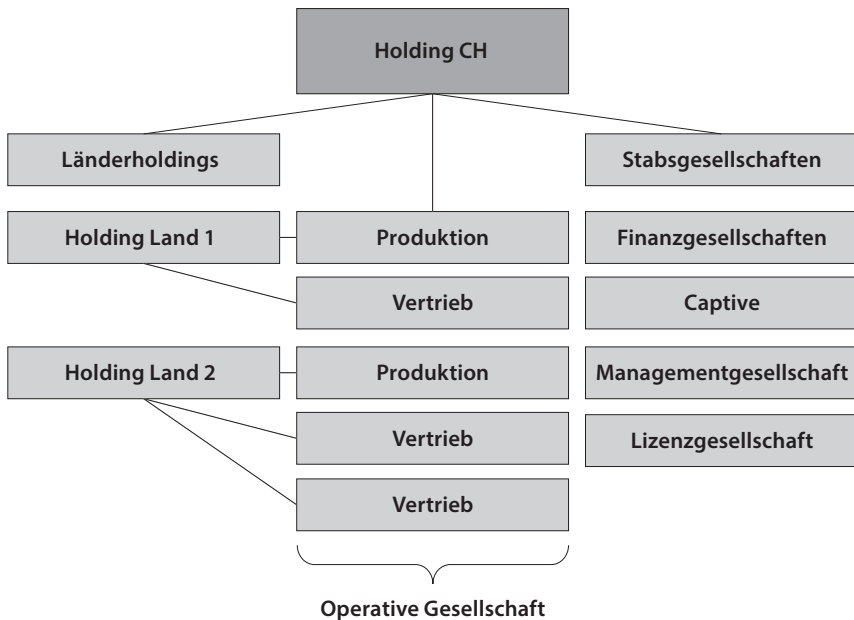
³⁵⁰ Meier-Hayoz, A./Forstmoser, P.: Schweizerisches Gesellschaftsrecht, Bern 2007, S. 708 ff.

Die wirtschaftlichen Kriterien zur Beschreibung der Unternehmensverbindungen werden vor allem auf horizontale und vertikale Konzerne angewandt. Das in den 1970er Jahren vertretene Konzept des **Konglomeratskonzerns** hat mit zunehmender Fokussierung auf die Kernkompetenzen ausgedient (Ausnahmen bestätigen die Regel).³⁵¹

Beispiel Konglomeratskonzern conzzeta-Gruppe

Der aus den ehemaligen Zürcher Ziegeleien hervorgegangene Konzern umfasst 7 Geschäftsbereiche: Anlagenbau, Blechbearbeitung, Glasbearbeitung, Automationssysteme, Schaumstoffe, Sportartikel, grafische Beschichtungen, Immobilien.³⁵²

Ein Modellkonzern kann wie folgt dargelegt werden (Oberste Konzerngesellschaft, Ober-, Dach- oder Muttergesellschaft) (► Dar. 34).



Dar. 34: Elemente eines Modellkonzerns (Quelle: in Anlehnung an Lehmann, D./Arzethauser, M. in: Steuer Revue 2006, S. 477.)

351 Extreme Beispiele für ein Konglomerat waren Gulf & Western, welche sich in mehr als zwei Dutzend unterschiedlichen Geschäftsbereichen betätigte, sowie ITT (bis zur Restrukturierung 1995) mit über 250 Tochtergesellschaften in den unterschiedlichsten Branchen wie Rüstungsgüter, Hotels (Sheraton-Kette), Sportgeschäft (Basketball und Eishockey) und Versicherungen.

352 Quelle: Geschäftsbericht 2011 mit Unternehmenspräsentation.

Eine Managementgesellschaft erbringt zentrale Dienstleistungen für die operativen Gesellschaften (Tochter- und Enkelgesellschaften) wie Rechts- und Steuerberatung, Konzernrechnungswesen, Öffentlichkeitsarbeit usw.

Beteiligungsstrukturen im Konzern werden unter Berücksichtigung von drei Zielen gestaltet:

- Sicherung der finanziellen und personellen Dominanz der Muttergesellschaft.
- Gewährleistung einer optimalen Kapitalbeschaffung aus Sicht des Gesamtkonzerns.
- Minimierung der Besteuerung der durch die Konzerngesellschaft erwirtschafteten Gewinne.

Grundsätzlich ist die Alleinbeteiligung der Obergesellschaft anzustreben. Diese sichert die uneingeschränkte strategische und operative Führung der Untergesellschaften, weil aktienrechtliche Minderheitsansprüche entfallen und Interessenkonflikte zwischen dem Gesamtkonzern und den einzelnen Untergesellschaften vermieden werden.¹ Die Alleinbeteiligung der Obergesellschaft wird in der schweizerischen Rechtsordnung durch das Übernahmerecht (Squeeze out nach öffentlichen Übernahmeangeboten) und das Fusionsrecht (Barabfindung nicht umtauschwilliger Aktionäre) gefördert.

Beim Auf- und Ausbau von Konzernen ist es jedoch nicht immer möglich oder erwünscht, dass sich alle Konzerngesellschaften zu 100 % im Konzerneigentum befinden. Hin und wieder sind sogar einzelne Tochtergesellschaften bzw. **Teil- oder Subkonzerne** als unechte Publikumsgesellschaften an der Börse kotiert.

Beispiele Börsenkotierte Teilkonzerne Infranor-Gruppe

78 % des Aktienkapitals von CHF 15.5 Mio. der Muttergesellschaft Infranor Inter AG, Zürich, sind im Eigentum der ebenfalls börsenkotierten Perrot Duval Holding.

Beispiele Börsenkotierte Teilkonzerne IVF Hartmann Gruppe

66.3 % des Aktienkapitals von CHF 8.4 Mio. hält die Paul Hartmann Finance BV aus der nicht börsenkotierten Hartmann Gruppe, Heidenheim/Brenz (Deutschland).

Eindeutige und abschliessende Aussagen über den Vorteil von bestimmten Struktur- und Finanzierungsformen können wegen der individuellen Gruppenverhältnisse nur im konkreten Einzelfall gemacht werden. Die Errichtung von Finanzierungs-Off-Shore-Gesellschaften, oder Special Purpose Vehicles (SPV) ist z. B. nur in grösseren international tätigen Konzernen sinnvoll.

In der Praxis gibt es vereinzelt Konzerne mit komplexen Strukturen, welche für den aussenstehenden Betrachter und selbst für die oberste Konzernleitung nur schwer überschaubar und durchschaubar sind. Man spricht in solchen extremen Fällen von Konzernverschachtelung.³⁵³ Das klassische Beispiel einer solchen undurchsichtigen Konzernverflechtung bildete der Kreuger-Konzern, der beim Zusammenbruch 1932 gegen 600 fast unentwirrtbar verschachtelte Gesellschaften umfasste, wobei dieses Labyrinth von Gesellschaften vom Konzerngründer Ivan Kreuger dazu benutzt wurde, seine betrügerischen Manipulationen zu verschleiern. Auch Beispiele aus der neueren Finanzgeschichte wie die deutsche Coop Gruppe, der Omni-Konzern oder die SASEA Gruppe Genf³⁵⁴ zeigen, dass ein bewusst unübersichtlicher Konzernaufbau wegen der damit verbundenen Führungsschwierigkeiten mehr Nachteile als Vorteile bringt und oft vor allem zur Verschleierung von fragwürdigen Finanztransaktionen dient.

Bei der Diskussion um die Konzentrationsbewegung in der Wirtschaft wird hin und wieder für Unternehmenszusammenschlüsse auch der Begriff »Trust« verwendet, vor allem in den USA, wo er im Zusammenhang mit der Antitrustgesetzgebung gebräuchlich ist. Als Trust wird eine Unternehmensgruppe mit marktbeherrschender Stellung verstanden, ungeachtet auf welchem rechtlichen Weg die Unternehmensgruppe gebildet worden ist. Der Begriff Trust wird aktuell vor allem für eine treuhandähnliche Institution des anglo-amerikanischen Rechts verwendet.

15.10.2 Gestaltung der Konzernspitze

In der Praxis sind für schweizerische Konzerne verschiedene Strukturtypen zur Ausgestaltung der Konzernspitze möglich.

Konzern mit Stammhausstruktur

Die Konzernobergesellschaft übt nebst der Verwaltung der Beteiligungen an den Tochtergesellschaften eine eigene operative Tätigkeit aus, indem sie einen Produktions-, Handels- oder Dienstleistungsbetrieb führt.³⁵⁵

Schweizerische Beispiele sind in den letzten Jahren selten geworden. Als Ausnahmen können Huber + Suhner, Herisau/Pfäffikon und Minoteries de Plainpalais, Genf, genannt werden. Steuerrechtlich liegt eine **gemischte Holding** vor.

Die Gesellschaft kommt in den Genuss eines Beteiligungsabzugs (Beteiligungsgesellschaft nach DBG 69, 70 sowie StHG 28 I und I bis). Diese Methode vermag aber je nach Kanton die wirtschaftliche Doppelbelastung nicht zu beseitigen. Die Stammhausstruktur erweist sich als vorteilhaft, wenn Tochtergesellschaften mit Verlust

353 Koblin, C.: Wertsteigernde Konzernstrukturen, Diss. Freiburg 2002, S. 192.

354 Koblin, C.: Wertsteigernde Konzernstrukturen, Diss. Freiburg 2002, S. 236.

355 Lehmann, D./Arzethauser, M.: Bausteine einer effektiven internationalen Konzernstruktur, in: Steuerrevue 7–8/2006, S. 586.

arbeiten oder einen hohen Abschreibungsbedarf haben. Diese können bei der Stammhausstruktur mit den Gewinnen aus der operativen Tätigkeit steuerwirksam verrechnet werden. Bei der reinen Holding fallen solche Verluste ins Leere, weil keine Ertragssteuern anfallen.³⁵⁶

Konzern mit Holdingstruktur

Die Konzernobergesellschaft ist als **reine Holding** ausgestaltet. Sie beschränkt sich auf die Verwaltung der Beteiligungen und den damit zusammenhängenden Aufgaben, übt keine eigene operative Tätigkeit aus, häufig jedoch Hilfstätigkeiten wie Rechts- und Steuerberatung auf Konzernebene, Konzernkommunikation, Investor Relations und als Nebenzweck Verwaltung von Immaterialgüterrechten (Patente, Marken, Lizenzen). Hin und wieder werden die zentralen Funktionen und Dienste in einer besonderen Managementgesellschaft zusammengefasst.

Die Holdingstruktur bietet auch aus der Sicht der Konzernführung den Vorteil, dass führungsmässig alle operativen Gesellschaften gleichgestellt sind. Seit einigen Jahren ist in schweizerischen Konzernen die reine Holdinggesellschaft als Konzernspitze die Regel. Die meisten Konzerne haben die bisherige gemischte Holdinggesellschaft in eine reine Holdinggesellschaft umgewandelt. Aktuelle Beispiele sind Biella Neher sowie Schweizerische Rückversicherungsgesellschaft und BKW. Diese Form stellt meist auch steuerlich besteht kein Holdingprivileg auf kantonaler Stufe mehr. Die direkte Bundessteuer kennt auch kein Holdingprivileg, aber den **Beteiligungsabzug** auf Beteiligungserträgen (DBG 69) und auf Kapitalgewinnen (DBG 70 IV, lit. b). Dieser bewirkt praktisch eine Steuerbefreiung auf Ausschüttungen und Kapitalgewinnen, nicht aber auf den anderen Holdingserträgen, welche der direkten Bundessteuer von netto 7.8 % unterliegen.³⁵⁷

Die Formen Stammhaus mit Zwischenholding, Stammhaus mit Oberholding sowie der Gleichordnungskonzern mit zwei Obergesellschaften sind in der schweizerischen Praxis wenig verbreitet.

In der Theorie werden vielfach nach ihren Aufgaben verschiedene Holdingtypen erwähnt: Die **Managementholding** (Aufgabe: zentrale Bereitstellung von Dienstleistungen für den Gesamtkonzern), die **strategische Holding** (Aufgabe: Durchführung einer einheitlichen Strategie, u. a. durch Ausnutzung der Synergieeffekte) und die **Finanzholding** (Aufgabe: finanzielle Führung des Gesamtkonzerns).

In der Praxis greifen diese Aufgaben jedoch ineinander und lassen sich juristisch nicht klar trennen. Die Umwandlung einer Stammhausstruktur in eine reine Holdingstruktur ist in den letzten Jahren ein häufig zu beobachtender Vorgang, welcher in zwei Varianten abgewickelt werden kann.

356 Lehmann, D./Arzethauser, M.: Bausteine einer effektiven internationalen Konzernstruktur, in: Steuerrevue 7–8/2006, S. 588. Aus diesem Grund wurde 1999 die »Berner Allgemeine«-Holdinggesellschaft mit der Tochtergesellschaft Berner Versicherung fusioniert, womit die Tochter neu zur Muttergesellschaft der Gruppe wurde.

357 Schenker, U.: Holdinggesellschaften und Konzerne: Rechtliche und steuerliche Aspekte, Publikation von Baker & McKenzie, Zürich 2010, S. 70.

Variante 1: Die Umwandlung des Stammhauses als gemischte Holding in eine reine Holding durch Ausgliederung der operativen Tätigkeiten in eine neu gegründete Tochtergesellschaft.

Beispiel Umstrukturierung einer gemischten in eine reine Holding Biella Neher

Die Biella Neher AG war eine gemischte Holdinggesellschaft, mit dem Stammhaus in Brügg/Biel und 20 Tochtergesellschaften in europäischen Ländern. Die Bildung einer reinen Holding als Konzerndachgesellschaft erfolgte in folgenden Schritten:

1. Schritt: Beschluss der Generalversammlung 2008 zur Änderung des Zweckartikels und der Firmenbezeichnung in den Statuten. Der Zweck lautet neu wie folgt: »Die Gesellschaft bezweckt den Erwerb, die Verwaltung und die Veräusserung von Beteiligungen an Handels-, Fabrikations- und Dienstleistungsunternehmen, insbesondere im Bereich der Herstellung und des Vertriebs von Büroartikeln und Bürosystemen sowie im Bereich der Erbringung von Dienstleistung auf dem Gebiet der Büroorganisation.

Die Gesellschaft kann insbesondere im In- und Ausland:

- Immaterialgüterrechte, namentlich Patente, Marken, Designs und Lizenzen, erwerben, verwalten und veräussern;
- Kredite und Anleihen aufnehmen sowie Darlehen gewähren;
- Grundeigentum erwerben, belasten, verwalten und veräussern;
- Zweigniederlassungen und Tochtergesellschaften errichten;
- sich an anderen Unternehmen beteiligen.«

Die Firma lautet neu: Biella Neher Holding AG.

2. Schritt: Vermögensübertragung gem. FusG 59 und Sacheinlagevertrag zwischen der Holdinggesellschaft und der neu zu gründenden Tochtergesellschaft Biella Schweiz AG. Diese übernimmt Aktiven von CHF 42 038 042 und Fremdkapital von CHF 12 540 196 zum Preis von CHF 2 949 784, wofür 5 000 voll liberierte Namenaktien zu CHF 1 000 ausgegeben mit Agio von CHF 7 497 846 sowie eine Darlehensforderung von CHF 17 000 000 gutgeschrieben werden. Wie bei jeder Sacheinlagegründung ist ein Gründerbericht (aOR 633), eine Prüfungsbestätigung (aOR 635) und ein notarieller Gründungsakt erforderlich. Die Umstrukturierung verändert die Jahresrechnung des bisherigen Stammhauses grundlegend, indem alle mit der operativen Tätigkeit zusammenhängenden Positionen im Holdingabschluss für das Geschäftsjahr 2008 entfallen. Die Umstrukturierung wirkte sich in den Bilanzen (gg = gegenüber) wie folgt aus (► Dar. 35).

Dar. 35: Biella Neher Gruppe Bilanz per 31. Dezember

in TCHF	Biella Neher Stammhaus 2007	Biella Neher Holding 2008
Flüssige Mittel inkl. Wertschriften	27 300	6 713
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen gegenüber Dritten	9 160	0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen gegenüber Konzernforderungen	629	76
Andere Forderungen gegenüber Dritten	170	42
Andere Forderungen gegenüber Konzerngesellschaften	0	4 447
Kurzfristige Darlehen gegenüber Konzerngesellschaften	0	1 934
Vorräte	5 216	0
Aktive Rechnungsabgrenzung	1 295	0
Total Umlaufvermögen	43 770	13 212
Darlehen gegenüber Konzerngesellschaften	8 572	31 044
Beteiligungen	28 536	41 663
Sachanlagen	13 610	0
Total Anlagevermögen	50 718	72 707
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	898	668
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen gegenüber Dritten	2 188	200
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen gegenüber Konzerngesellschaften	182	0
Andere kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber gegenüber Dritten	3 593	380
Andere kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber gegenüber Konzerngesellschaften	4	0

Dar. 35: Biella Neher Gruppe Bilanz per 31. Dezember – Fortsetzung

in TCHF	Biella Neher Stammhaus 2007	Biella Neher Holding 2008
Kurzfristige Rechnungsabgrenzungen	5 742	933
Total kurzfristiges Fremdkapital	12 607	2 181
Langfristige Verbindlichkeiten	3 679	5 985
Andere langfristige Verbindlichkeiten und Rückstellungen	1 532	217
Total langfristiges Fremdkapital	5 211	6 202
Total Fremdkapital	17 818	8 383
Aktienkapital	3 320	3 320
Gesetzliche Reserve	4 500	4 500
Gewinnvortrag	54 163	66 567
Jahresgewinn	14 687	3 149
Total Eigenkapital	76 670	77 536
Total Passiven	94 488	85 919

Überträgt eine Gesellschaft Aktiven auf eine andere Gesellschaft, führt dies grundsätzlich bei der übertragenden Gesellschaft zu einer Besteuerung der Differenz zwischen dem Verkehrswert der übertragenen Aktiven und dem steuerlich massgebenden Buchwert. Die Besteuerung entfällt bei Übertragung auf eine Tochtergesellschaft (Ausgliederung), sofern die Voraussetzungen gemäss DBG 61 erfüllt sind: Eine Übertragung von Vermögenswerten auf eine Tochtergesellschaft ist im Sinne einer Ausnahme steuerneutral, soweit kumulativ³⁵⁸

- die Steuerpflicht in der Schweiz fortbesteht (DBG 61 I);
- die bisher für die Gewinnsteuer massgeblichen Werte übernommen werden (DBG 61 I);
- es sich bei den übertragenen Vermögenswerten um Betriebe, Teilbetriebe oder Gegenstände des betrieblichen Anlagevermögens handelt (DBG 61 I);
- es sich bei der übernehmenden Gesellschaft um eine inländische Tochtergesellschaft handelt (DBG 61 I);

358 KS 5a Umgliederung vom 1.2.2022, S. 73.

- während den der Ausgliederung nachfolgenden fünf Jahren die übertragenen Vermögenswerte oder die Beteiligung an der übernehmenden Tochtergesellschaft nicht veräussert werden (DBG 61 II).

Bei den Aktionären der Biella löste die Umwandlung keine Einkommenssteuerfolgen aus, weil sich ihre Position rechtlich und wirtschaftlich nicht geändert hat.

Variante 2: Umstrukturierung durch Sacheinlage von Aktien in eine neu gegründete Holdinggesellschaft.

Bei börsenkotierten Gesellschaften ist zu diesem Zweck ein öffentliches Übernahmeangebot notwendig. Diese Variante ist gegenüber der ersten Variante aufwändiger, hat aber den Vorteil, dass die für die operative Tätigkeit erforderlichen betrieblichen Aktiven wie Immobilien nicht auf eine neu gegründete operative Tochtergesellschaft mit den entsprechenden steuerlichen Folgen übertragen werden müssen. Die Aktionäre der bisherigen gemischten Holding bringen ihre Aktien als Sacheinlage in eine neu gegründete reine Holdinggesellschaft ein. Wenn diese die bisherige Stammhausgesellschaft und die allfällig mit ihr verbundenen Tochtergesellschaften zu 100 % beherrschen soll, setzt dies voraus, dass alle Aktionäre bereit sind, ihre Aktien in die neue Holding einzubringen. Börsenkotierte Gesellschaften haben den Vorteil, dass nicht umtauschwillige Aktionäre entweder durch Squeeze-out, wenn mehr als 98 % der Aktien angedient worden sind, oder durch Fusion mit einer Tochtergesellschaft mit Barabfindung nach FusG 8 II (Squeeze-out Merger), wenn zwischen 90 % und 98 % der Aktien angedient worden sind, die Übernahme zu 100 % nicht verhindern können.

Beispiel Umstrukturierung durch Neugründung einer Holdinggesellschaft BKW AG (Holding)

Im Energiekonzern BKW FMB Energie AG, Bern soll eine Holdingstruktur eingeführt werden mit dem Ziel, »Transparenz und Verantwortlichkeiten innerhalb der BKW-Gruppe, insbesondere wie die Leistungsmessung der verschiedenen Gruppen-Gesellschaften zu erhöhen, die strategische und operative Flexibilität, z. B. durch Einbringung bestimmter Geschäftsbereiche in Joint Ventures zu verbessern, die Steuerbelastung zu optimieren.«

Der Wechsel von der Stammhaus- zur Holdingstruktur erfolgte in folgenden Schritten.

- Die reine Holding wird als Tochtergesellschaft der BKW FMB Energie mit einem AK von CHF 100 000, eingeteilt in 40 000 Namenaktien zu CHF 2.50 gegründet. Provisorische Firmenbezeichnung: BKW-Projektentwicklung, später geändert in BKW AG.

- Beschluss der Aktionäre dieser Gesellschaft auf eine Kapitalerhöhung von maximal CHF 131 000 900.
- Umtauschangebot an die bisherigen Aktionäre der BKW FMB Energie im Verhältnis von 1 : 1. Weil die Beteiligungs- und Stimmrechtsverhältnisse nicht verändert werden, hat der Umtausch für die bisherigen Aktionäre keine materielle Auswirkung.
- Vollzug der beschlossenen Kapitalerhöhung entsprechend dem Umtauschergebnis und Kotierung der 52 434 811 Holdingaktien¹ an der SIX und Aufnahme der Aktien in den SPI.
- Squeeze-out der verbleibenden Minderheitsaktionäre der BKW FMB Energie, nachdem mehr als 98 % aller Aktien angedient worden sind.
- Nach Vollzug des Umtauschangebotes werden sämtliche Bankverbindlichkeiten und ausstehenden Anleihen der BKW FMB Energie auf die Holding BKW AG übertragen. Diese wird damit zur Zentralstelle für die Finanzierungsoperationen des Konzerns.

Die verschiedenen Schritte (ohne den Squeeze-out) beanspruchten rund zehn Monate von der Holdinggründung (28. Februar 2011) bis zum ersten Handelstag der Holdingaktien (12. Dezember 2011). Die Umstrukturierung wurde im März 2012 mit dem Squeeze-out durch Kraftloserklärung der nicht angedienten Aktien abgeschlossen. Die Holdinggesellschaft realisiert durch die Einlage der Aktien der Tochtergesellschaft mit gleichzeitiger Ausgabe neuer Aktien keinen steuerbaren Gewinn. Für die Aktionäre ist die Einbringung ihrer Titel in die neue Holding grundsätzlich steuerfrei, weil sich ihre Position nur juristisch, aber nicht wirtschaftlich verändern wird.³⁵⁹

15.10.3 Gestaltung der Konzernfinanzierung

Die finanzielle Führung im Konzern hat grundsätzlich die gleichen Aufgaben wie jene einer selbständigen nicht beherrschten Gesellschaft. Aus den vielfältigen Rechtsbeziehungen der Konzerngesellschaften untereinander ergeben sich jedoch eine Reihe von zusätzlichen Problemen bei der

- Verantwortung für die Kapitalbeschaffung und den Kapitaleinsatz,
- Verantwortung für die Zahlungsbereitschaft (Liquidität),
- Verantwortung für die Bereitstellung der zur Unternehmensführung erforderlichen Finanzinformationen (Controlling & Financial Reporting),
- Verantwortung für die optimale Gestaltung der steuerlichen Belastung,
- Verantwortung für das finanzielle Risk Management.

359 Quelle: Öffentliches Umtauschangebot der BKW AG vom 3.11.2011.

So können bei der *Kapitalbeschaffung* sowohl konzerninterne Quellen wie der Kredit- und Kapitalmarkt herangezogen werden. Die Finanzierung der Konzerngesellschaften mit Eigenkapital erfolgt normalerweise aus konzerninternen Quellen, in dem die Obergesellschaft oder eine besondere Konzernfinanzierungsgesellschaft das Aktien- oder Stammkapital zur Verfügung stellt. Dabei wird vielfach hartes Eigenkapital eher knapp bemessen (**Thin Capitalization**)³⁶⁰ und Eigenkapitalsurrogate in Form von sogenannten eigenkapitalersetzenden Darlehen verwendet. Auf Eigenkapital von konzernfremden Kapitalgebern wird nicht zuletzt auch deshalb verzichtet, weil die damit verbundenen Mitwirkungsrechte und damit den Minderheitsaktionären zustehende Schutzrechte effiziente Konzernabläufe erschweren. Erfahrungsgemäss setzen diese bei Meinungsverschiedenheiten nicht selten ihren Lastigkeitswert »**Nuisance Value**« zur Geltendmachung ihrer angeblich berechtigten finanziellen Ansprüche ein. Bei konzerninternen Eigenkapitalfinanzierungstransaktionen stellen sich bei 100 %-Beteiligungen keine rechtlichen Probleme. Die Konditionen dafür können frei bestimmt werden, weil sich alles sozusagen »in der gleichen Familie« abspielt.³⁶¹ Dagegen können bei der konzernexternen Fremdfinanzierung Interessenkonflikte entstehen, weil im schweizerischen Recht jede Konzerngesellschaft grundsätzlich ihre Interessen als selbständige Legal Entity wahren muss³⁶² und für konzerninterne Beziehungen eine entsprechende Rechtsgrundlage in einem Konzernrecht fehlt.³⁶³

Aus Perspektive der Verrechnungssteuer stellen Darlehen nach VstV 14a I in Konzern keine Obligationen dar. Dies hat zur Folge, dass auf den Zinsen dieser Darlehen keine Verrechnungssteuer geschuldet ist, sofern der Sitz der Muttergesellschaft in der Schweiz ist. Sofern die Muttergesellschaft nach VstV 14a II – nach einem anerkannten Standard der Rechnungslegung – eine Finanzierung an Tochtergesellschaften gewährt, welche das Eigenkapital der Mutter übersteigen und von der Muttergesellschaft garantiert ist, dann entfällt die Befreiung von der Verrechnungssteuer von 35 %.

Bei der Fremdfinanzierung sind drei unterschiedliche Konzernstrukturen zu unterscheiden:³⁶⁴

- **Down-Stream-Darlehen**

Die Obergesellschaft erbringt eine Leistung zu Gunsten einer Tochtergesellschaft, entweder als direktes Darlehen oder als Drittsicherheit zu Gunsten der die Tochter finanzierenden Bank.

360 Dies hat u. a. zum Zweck, einen hohen Leverage und daraus resultierend hohe steuerlich abzugsfähige Fremdkapitalkosten zu generieren.

361 Kunz, P.: Unternehmensfinanzierung sowie Konzernfinanzierung, in Kunz, P. V./Jörg, F. S./Arter, O.: Entwicklungen im Gesellschaftsrecht V, Bern 2010, S. 91.

362 BGE 130 III 213.

363 Anders als im deutschen Aktienrecht gibt es keine Grundlage für Unternehmensverträge, wie Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge, in: AktG Par. 291 ff.

364 Glanzmann, L.: Konzern-Kreditfinanzierung aus Sicht der kreditgebenden Bank, in: SZW 3/2011, S. 230 ff. Glanzmann, L.: Konzern-Kreditfinanzierung unter Berücksichtigung der Aktienrechtsrevision 2020, in: Aktuelle Herausforderungen und Entwicklungen des Konzernrechts, Tagung zu Konzernrecht, Band 2020, S. 12–14.

- **Up-Stream-Darlehen**

Die Tochtergesellschaft erbringt eine Leistung zu Gunsten der Muttergesellschaft.

- **Cross-Stream-Darlehen**

Eine Tochtergesellschaft erbringt eine Leistung zu Gunsten einer Schwestergesellschaft.

Vor allem bei Up-Stream- und Cross-Stream-Leistungen ist streng auf die Einhaltung von Drittbedingungen zu achten, weil in der Regel bei der leistenden Gesellschaft ein direkter Gegenwert fehlt. Entsprechende Leistungen müssen daher durch den statutarischen Zweck der darlehensgewährenden Gesellschaft gedeckt sein.

Besondere Bedeutung kommt bei Kapitalgesellschaften der Beachtung der Einlagerückgewähr zuteil. Bei Darlehen ist darauf zu achten, dass die gesetzlichen Bestimmungen der Einlagerückgewähr eingehalten sind. Die Rechtsfolge bei einer Verletzung des Verbots der Einlagerückgewähr ist nach Lehre und Bundesgericht die Nichtigkeit des zu Grunde liegenden Geschäfts.³⁶⁵ Eine andere Option als die Rückzahlung des Darlehens ist auch ein Beschluss für eine Kapitalherabsetzung.³⁶⁶

Die Rechtsgeschäfte, welche Konzerngesellschaften füreinander oder miteinander eingehen, müssen grundsätzlich Drittbedingungen entsprechen (**At Arm's Length**).³⁶⁷ Bei der Beurteilung der Drittbedingungen sind allfällige Vorteile aus der Konzernzugehörigkeit nicht zu beachten.

Bei Konzernfremdfinanzierungen muss die Konzerngesellschaft, welche ein konzerninternes Darlehen oder eine Sicherheit für ein externes Darlehen gewährt hat, immer angemessen entschädigt werden. Sie darf einer Konzerngesellschaft keine Sonderkonditionen gewähren, welche nicht auch ein Dritter erhalten hätte. Überdies sind die steuerlichen Folgen bei der Festsetzung von Höhe und Konditionen von konzerninternen Fremdfinanzierungen zu beachten.³⁶⁸ Die Entscheidung über die Form der Fremdfinanzierung (Einzeldarlehen, Konsortialdarlehen, Obligationen, syndizierte Kredite) hat zudem aus der Sicht der Verrechnungssteuer und der Emissionsabgabe eine zentrale Bedeutung.

Im Weiteren sind auch die Reservebestimmungen der Tochter- oder Muttergesellschaften bei juristischen Personen in den aufgeführten Strukturen zu beachten.

365 Glanzmann, L: Konzern-Kreditfinanzierung unter Berücksichtigung der Aktienrechtsrevision 2020, in: Aktuelle Herausforderungen und Entwicklungen des Konzernrechts, Tagung zu Konzernrecht, Band 2020, S. 39.

366 Glanzmann, L: Konzern-Kreditfinanzierung unter Berücksichtigung der Aktienrechtsrevision 2020, in: Aktuelle Herausforderungen und Entwicklungen des Konzernrechts, Tagung zu Konzernrecht, Band 2020, S. 39.

367 Kunz, P.: Unternehmensfinanzierung sowie Konzernfinanzierung, in Kunz, P. V./Jörg, F. S./Arter, O.: Entwicklungen im Gesellschaftsrecht V, Bern, 2010, S. 84. Glanzmann, L.: Konzern-Kreditfinanzierung aus Sicht der kreditgebenden Bank, in: SZW 3/2011, S. 231.

368 Vock, M. E./Nef, Ch.: Die Problematik der Bestimmung von Zinssätzen im Konzernverhältnis: National und International, in: SteuerRevue 4/2008 und 5/2008.

Jener Teil der Reserven, der nicht geschützt ist, steht für Dividendenbeschlüsse zur Verfügung. Sofern jedoch die Darlehen nicht zu Drittbedingungen vergeben worden sind, sind Up-Stream- oder Cross-Stream-Darlehen für Dividendenausschüttungen gesperrt.³⁶⁹

Im *Liquiditätsmanagement* stehen im Konzern vor allem Massnahmen zum Liquiditätsausgleich durch Poolung von Liquiditätsüberschüssen bzw. Deckung von Liquiditätslücken im Vordergrund. Auf die durch das **Cash Pooling** möglicherweise entstehenden aktienrechtlichen Probleme (insbesondere Gläubigerschutz) kann nicht näher eingegangen werden.³⁷⁰ Wichtig für die Zulässigkeit des Cash Poolings ist deshalb eine entsprechende ausdrückliche Ermächtigung in Zweckartikel der einzelnen Konzerngesellschaften.

An das *Financial Reporting* werden vor allem in international tätigen Konzernen naturgemäss erheblich höhere Anforderungen gestellt als bei einem rein inlandorientierten Kleinkonzern, weil die Rechnungslegung der einzelnen Konzerngesellschaften sowohl den nationalen Vorschriften im Sitzland (in Deutschland z. B. dem HGB) wie dem Reporting Standard des Konzerns für die konsolidierte Rechnung (IFRS oder US GAAP) entsprechen muss. Die zeitgerechte und standardkonforme Erstellung des Konzernrechnungsabschlusses 2 stellt hohe Ansprüche an die Organisation des Konzernrechnungswesens und der IT-Infrastruktur (ERP-Systeme).

Die Optimierung der *Steuerbelastung* auf Konzernebene ist eine wichtige Aufgabe des zentralen Konzernfinanzmanagements. Das naheliegende Ziel der Maximierung des Gewinns nach Steuern steht jedoch häufig in Konkurrenz zu anderen Unternehmenszielen. Die Steuerquote, d. h. der Anteil der laufenden und der latenten Steuern am Konzernergebnis vor Steuern, wird in der Finanzanalyse bei der Beurteilung der Aktienkennzahlen stark gewichtet. Deshalb regeln Rechnungslegungsstandards die Offenlegung des Ertragssteueraufwandes auf Konzernebene besonders ausführlich (IAS 12), mit geringerer Regelungsdichte Swiss GAAP FER 12. Weil die einzelnen Konzerngesellschaften nach den jeweiligen Länderfiskalordnungen steuerpflichtig sind, spielt die Strukturierung des Konzerns vor allem im Ausland eine wichtige Rolle. Von Bedeutung sind deshalb alle Massnahmen, welche die Weiterleitung des von einer Einheit des Konzerns erzielten Gewinns auf eine andere Einheit beeinflussen, insbesondere von einer Tochtergesellschaft auf die Konzernmutter. Durch den *Gewinntransfer* wird naturgemäss der in der Schweiz wie im Ausland steuerbare Gewinn beeinflusst. Instrumente des Gewinntransfers sind Dividendenausschüttungen, Gewinnverlagerungen, im Rahmen der Berechnungen des Wertes von konzerninternen Leistungen (z. B. über die **Transferpreise**, TP), bewusste Lokalisierung der Gewinnentstehung durch Wahl von steuergünstigen

369 Glanzmann, L: Konzern-Kreditfinanzierung unter Berücksichtigung der Aktienrechtsrevision 2020, in: Aktuelle Herausforderungen und Entwicklungen des Konzernrechts, Tagung zu Konzernrecht, Band 2020, S. 42. BGE 140 III 533 E. 4.2 (Verweis auf *Swisscargo-Entscheid*).

370 Brauchli Rohrer, B./Hünerwadel, A.: Cash Pooling im Konzern aus der Sicht des Zivil- und des Steuerrechtes, in: GesKR 2/2010, S. 151 ff.

Standorten von renditestarken Tochtergesellschaften und letztlich auch der Kapitaltransfer. Alle Instrumente des offenen, insbesondere des verdeckten Gewinntransfers stossen jedoch beim Einsatz auf bestimmte Grenzen, welche von den Steuerbehörden in den letzten Jahren immer enger gezogen werden. Wegleitend ist hierfür die erstmalig hierfür veröffentlichte OECD-Verrechnungspreisrichtlinie. Mit dem OECD-Projekt BEPS (Base Erosion and Profit Shifting) soll erzielt werden, dass die Finanzierungsströme im Konzern transparenter werden und gewisse Finanzierungsstrukturen in den Mitgliedsländern der OECD nicht mehr zulässig sind.

Beispiel Ausweis des Konzernausweises Geberit (IFRS-Abschluss)

In Mio. CHF	2022	2021
Ertragssteuern ausgewiesen in der Erfolgsrechnung	34.6	132.6
Laufende Steuern	131.6	125.2
Latente Steuern	-97.0	7.4
Ertragssteuern insgesamt	34.6	132.6

The differences between income tax expenses computed at the weighted-average applicable tax rate of the Group of 15.4 % (PY: 15.2 %) and the effective income tax expenses were as follows:

Effektive Zinsaufwendungen	114.0	135.3
Steuerverluste	0.0	0.8
Offsetting	-1.1	-1.2
Veränderung der Steuerrate	0.0	-0.6
Nicht abzugsfähige Aufwendungen für die Steuern	-4.4	2.5
Andere Positionen	-73.9	-4.2
Total Ertragssteuern	34.6	132.6

Income tax expenses (nur in Englisch)

The consolidated financial statements include current income taxes based on the taxable earnings of the Group companies and are calculated according to national tax rules. Uncertain tax positions are determined on the basis of the most likely amount method. Deferred taxes are recorded on temporary differences between the tax base of assets and liabilities and their carrying amount using the »liability method«. Deferred taxes are calculated either using the current tax rate or the tax rate expected to be applicable in the period in which these differences will reverse. If the realisation of future tax savings related to

tax loss carryforwards and other deferred tax assets is not or no longer probable, the deferred tax assets are impaired accordingly. A liability for deferred taxes for non-refundable taxes at source and other earning distribution-related taxes is recognised only for subsidiaries for which available earnings are intended to be remitted and of which the parent company controls the dividend policy.³⁷¹

In internationalen Strukturen mit Mutter- und Tochtergesellschaften ergeben sich zahlreiche Finanzierungsstrukturen, die zur Optimierung der Steuerlast dienen können. Ziel ist es, Erträge in Ländern mit niedrigen Steuersätzen und Aufwendungen in jenen mit hohen Steuersätzen bzw. geringen steuerrechtlichen Spielräumen anfallen zu lassen. Mögliche Strukturierungen sind in der Praxis:

- Klassische Finanzierung mit einem **Leverage**: Die Muttergesellschaften gewährt ein Darlehen an Tochtergesellschaften, die einen überhöhten oder hohen Finanzaufwand (Zinsaufwand) an die Muttergesellschaft erstatten.
- Finanzierung mit einem **Double Dip**: Die Muttergesellschaft nimmt ein Bankdarlehen auf und kann den zu zahlenden Zins als Finanzaufwand geltend machen. Die Muttergesellschaft gründet weiter eine Zwischengesellschaft und zieht aus dieser Gesellschaft Dividenden, die in der Schweiz unter den Beteiligungsabzug nach DBG 69 f. fallen kann. Die Zwischengesellschaft wiederum gewährt der Tochtergesellschaft ein Darlehen mit einem Zins. Die Zwischengesellschaft wird an internationalen Orten lokalisiert, an welchen der Zins im idealen Fall nicht oder sehr tief besteuert wird.
- Finanzierung mit einem **Converter**: Ähnlich wie beim Double Dip wird keine Bank, sondern einfach eine Zwischengesellschaft gewählt (Offshore), welche den Zins steuerfrei vereinnahmen kann. Weiter leitet die Zwischengesellschaft die Dividende an die Schweizer Muttergesellschaft, die wiederum den Beteiligungsabzug nach DBG 69 f. anrufen kann.

Eine Besonderheit im Rahmen der Konzernbesteuerung ergibt sich in jenen Ländern, welche die sogenannte **Organschaft** eines Konzerns, d. h. eine Gruppe von gemeinsam besteuerten Tochtergesellschaften, kennen. Gewinne und Verluste der Tochtergesellschaften werden bei der Konzernobergesellschaft zusammengefasst und dort einheitlich besteuert.

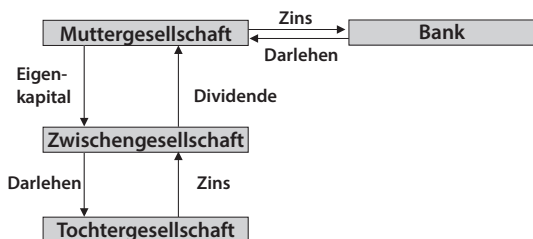
Gegenstand des *finanziellen Risk Managements* sind insbesondere Währungs-, Zins- und Kreditrisiken. Diese werden im Allgemeinen auf der Stufe des Konzerns erfasst und durch den Konzern-Treasury-Bereich in enger Zusammenarbeit mit den einzelnen Konzerngesellschaften umgesetzt. Die in den letzten Jahrzehnten festgestellte gestiegene Volatilität auf den Devisenmärkten führt zu erhöhten Währungs-

371 Quelle: Geschäftsbericht Geberit 2022.

risiken und erfordert deshalb verstärkte Absicherungsmassnahmen, über welche nach IFRS in der Finanzberichterstattung zu informieren ist.

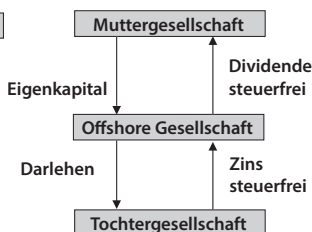
Klassische Finanzierungsformen Double Dip:

Doppelter Abzug von Zinsen bei der Muttergesellschaft



Klassische Finanzierungsformen Converter:

Umwandlung von steuerbaren Zins-einnahmen in steuerfreie Dividenden



Dar. 36: Double Dip (oben) und Converter (unten)

15.10.4 Rechnungslegung für Konzerne

Die Übernahmen haben einen wesentlichen Effekt auf die Konzernrechnung und zentrale Finanzgrössen in der Konzernrechnung. Wenn ein Unternehmen übernommen wird mit Hilfe eines Kaufs der Anteile (Share Deal), so wird in der Jahresrechnung ein Goodwill erfasst. Die Differenz zwischen dem Kaufpreis und den anteiligen Eigenkapital ergibt einen Goodwill.

Je nach Rechnungslegungsstandard erfährt der Goodwill eine unterschiedliche Behandlung des Goodwills in der Jahresrechnung. Swiss GAAP FER erlaubt eine jährliche Abschreibung über 5 bis 20 Jahre. Alternativ kann der vorhandene Goodwill mit frei verfügbarem Eigenkapital verrechnet werden. IFRS hingegen setzt auf dem Impairment-Only-Ansatz, durch diesen ist jährlich ein Impairment-Test zu erfassen und auf mögliche Wertbeeinträchtigung zu prüfen (► Dar. 37).

Impairment-Only	Aktivierung und Abschreibung	Verrechnung mit dem Eigenkapital und Schattenrechnung
IFRS US GAAP	Swiss GAAP FER	Swiss GAAP FER
Offensive Bilanzpolitik	Vorsichtige Bilanzpolitik	Vorsichtige Bilanzpolitik

Dar. 37: Unterschiedliche Behandlung des Goodwills in der Konzernrechnung (Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Meyer, C: Konzernrechnung, 2016, S. 82)

Die Begründung des Goodwills gegenüber den Anteilseignern und der Öffentlichkeit ist Aufgabe des CFO bzw. die Funktion des Investor Relationship. Es besteht die Annahme, dass nach IFRS und allenfalls nach Swiss GAAP für das Management der Anreiz besteht, dass Impairment im Rahmen der notwendigen Schätzungen und Annahmen möglichst vermieden werden sollen (► Dar. 38).

Dar. 38: Effekte der Konsolidierung auf die Konzernrechnung

Konsolidierungskonzept	Tochtergesellschaft	Gegenseitige Vereinbarung	Anteilige Beteiligung	Andere Beteiligungen
Anteil der Kontrolle	Kontrolle	Gegenseitige Vereinbarung	Signifikanter Einfluss	Allgemeiner Einfluss
Stimmrechte	> 50 %	50 %:50 %	20 – 50 %	< 20 %
Swiss GAAP FER	Vollkonsolidierung	Quotenkonsolidierung oder Equity Accounting	Equity Accounting	Anschaffungskosten
IFRS	Vollkonsolidierung	Joint venture: Equity Accounting Joint operation: Quotenkonsolidierung	Equity Accounting	Finanzielle Instrumente

Die Integration von Übernahmen von Gesellschaften in die Konzerngesellschaften hat einen unterschiedlichen Effekt auf Umsatz, Eigenkapital und Konzerngewinn. Generell führt eine Equity-Beteiligung mit einem Stimmanteil zwischen 20 und 50 % zu höheren Eigenkapital- und Gesamtrenditen als eine Vollkonsolidierung, da die Aktiven und Passiven nicht in die Konzernrechnung integriert werden. Mit einer Verrechnung des Goodwills mit frei verwendbaren Eigenkapital führt dies dar zu einer deutlichen Verbesserung der Eigen- und Gesamtkapitalrendite.

Beispiel Schattenrechnung Goodwill Huber und Suhner (Geschäftsbericht Swiss GAAP FER)

Theoretical movement schedule for goodwill

Goodwill from acquisitions is fully offset against equity at the date of acquisition. The theoretical amortisation of goodwill is based on the straight-line method over the useful life of five years. The carrying amounts of goodwill at the time of conversion from IFRS to Swiss GAAP FER on 1 January 2016 have been included in the theoretical movement schedule below; closing rates on

1 January 2016 were applied. Goodwill from new acquisitions is set in Swiss francs and calculated based on the closing rate at the acquisition date. This procedure means that the movement schedule no longer has to include foreign exchange differences. The impact of the theoretical capitalisation and amortisation of goodwill is presented below:

In TCHF	2022	2021
Balance at 1.1.	141 127	140 682
Additions	5 853	1 117
Reductions	0	-783
Balance at 31.12.	146 980	141 127

Accumulated amortization

Balance at 1.1	(115 328)	(104 463)
Amortisation expense	(9 004)	(10 865)
Balance at 31.12.	(124 332)	(115 328)
Theoretical net book value at 31.12.	22 648	25 799

Impact on balance sheet

Equity according to the balance sheet	606 652	643 750
Theoretical capitalisation of goodwill	22 648	25 799
Theoretical equity incl. net book value of goodwill	629 300	669 549

Impact on income statement

Net income	85 192	87 316
Amortisation of goodwill	(9 004)	(10 865)
Theoretical net income	76 188	76 451

16 Fusion

16.1 Begriffe und Arten

In der Wirtschaftspraxis wird ein Zusammenschluss von Unternehmungen zu einer wirtschaftlichen Einheit mit einem dauernden Abhängigkeitsverhältnis der übernommenen Gesellschaft häufig vereinfachend als Fusion bezeichnet. Der rechtliche Begriff der Fusion ist jedoch enger gefasst.³⁷²

Eine **Fusion** ist die rechtliche Vereinigung von zwei oder mehreren Gesellschaften durch Vermögensübernahme ohne Liquidation, wobei in der Regel den Gesellschaftern der übertragenden Gesellschaft Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte am übernehmenden Rechtsträger eingeräumt werden.

Drei Merkmale kennzeichnen die Fusion:

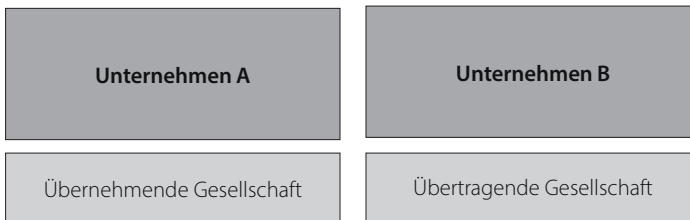
- **Die Kontinuität der Mitgliedschaft**
Weil der bisherige Rechtsträger untergeht und die Gesellschaft er als Kernelement der übertragenden Gesellschaft (Transferring Legal Entity) dadurch ihre bisherigen Rechte verlieren, tritt an deren Stelle der Anspruch auf Mitgliedschafts- und Anteilsrechte an der übernehmenden Gesellschaft (Acquiring Legal Entity). Sonderfälle sind für den Verlust dieser Rechte eine finanzielle Abgeltung oder wahlweise ein Austrittsrecht (FusG 8).
- **Die Universalsukzession**
Sämtliche Aktiven und Passiven, Rechte und Pflichten gehen von Gesetzes wegen von der übertragenden auf die übernehmende Gesellschaft über (FusG 22).
- **Auflösung ohne Liquidation**
Die übertragende Gesellschaft wird nach FusG 21 III von Amtes wegen im Handelsregister gelöscht, weil diese vollumfänglich in die übernehmende Gesellschaft eingegliedert wird.

372 Das FusG enthält keine Legaldefinition der Fusion. Eine amtliche Definition findet sich in der Botschaft zum FusG (Bbl 2000), S. 4391. Das FusG verwendet für Gesellschaften, Stiftungen, im Handelsregister eingetragene Einzelunternehmen, Institution des KAG und des öffentlichen Rechts den Begriff des Rechtsträgers.

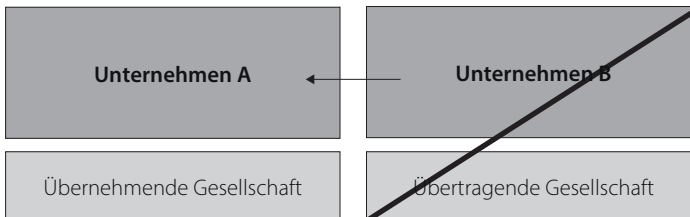
Das Fusionsgesetz kennt zwei Arten der Fusion: Die Absorptionsfusion mit verschiedenen Varianten und die Kombinationsfusion. In der Regel wird zum Zusammenschluss von Gesellschaften die Absorptionsfusion gewählt (FusG 3 I, lit. a).³⁷³

Bei der **Absorptionsfusion**, auch Annexionsfusion genannt, wird die übertragende Gesellschaft aufgelöst, wobei deren Aktiven und Passiven auf die übernehmende Gesellschaft übergehen.

vor der Absorptionsfusion



nach der Absorptionsfusion



Dar. 39: Absorptionsfusion

Im Rahmen der Verhandlungen zur Absorptionsfusion ist darüber zu entscheiden, welche Gesellschaft als übernehmende und als übertragende Gesellschaft auftreten soll. In der Regel ist die grössere Gesellschaft die übernehmende. In der Praxis kommen jedoch auch Ausnahmen vor, indem die kleinere die grössere übernimmt. Dies wird der Fall sein, wenn die kleinere übernehmende Gesellschaft börsenkotiert ist, die übertragende dagegen nicht.³⁷⁴ Neben der gewöhnlichen Absorp-

373 Trigo-Trindade, R./Griessen Cotti, A.: FusG – Echo aus der Praxis, in: GesKR 2/2007, S. 145.

374 Der kleinere Interfood-Konzern (Suchard Gruppe) übernahm 1982 durch Quasifusion den wesentlich grösseren, jedoch nicht börsenkotierten Jacobs-Kaffee-Konzern. Ein solcher Reverse Takeover mit Aktientausch ist jedoch nicht zu verwechseln mit einem Reverse Merger.

tionsfusion sind noch unter erleichterten Voraussetzungen verschiedene andere Varianten möglich.³⁷⁵

- **Mutter-/Tochterabsorption** (Up Stream Merger) (FusG 23 lit. a): Diese Variante kommt in der Praxis zwecks Bereinigung von Konzernstrukturen häufig vor.
- **Tochter-/Mutterabsorption** (Down Stream Merger oder Reverse Merger): Die Tochtergesellschaft ist die übernehmende, die Muttergesellschaft die übertragende Gesellschaft.
- **Schwesternfusion**, bei der ein Rechtsträger eine natürliche Person oder Personengruppe alle stimmberechtigten Anteile der an der Fusion beteiligten Gesellschaft besitzt (FusG 23 I, lit. b).
- **Squeeze-out-Fusion**, bei der Anteilsinhaber der übertragenden Gesellschaft keine Aktien, sondern eine Barabgeltung erhalten, daher auch Cashout Merger genannt (FusG 8 II).
- **Dreiecksfusion** als Spezialfall der Squeeze-out-Fusion.
- **Quasifusion**, Takeover mit Aktientausch.

Bei der **Kombinationsfusion** werden zwei oder mehrere Gesellschaften aufgelöst, wobei deren Aktiven und Passiven auf eine neu zu gründende Gesellschaft übergehen.

Die Kombinationsfusion wäre die klassische Form für einen Zusammenschluss von zwei gleichwertigen Partnern, einem sogenannte **Merger of Equals**³⁷⁶ wie der Zusammenschluss von Sandoz und Ciba Geigy zur Novartis oder der Bankgesellschaft und des Bankvereins zur UBS.

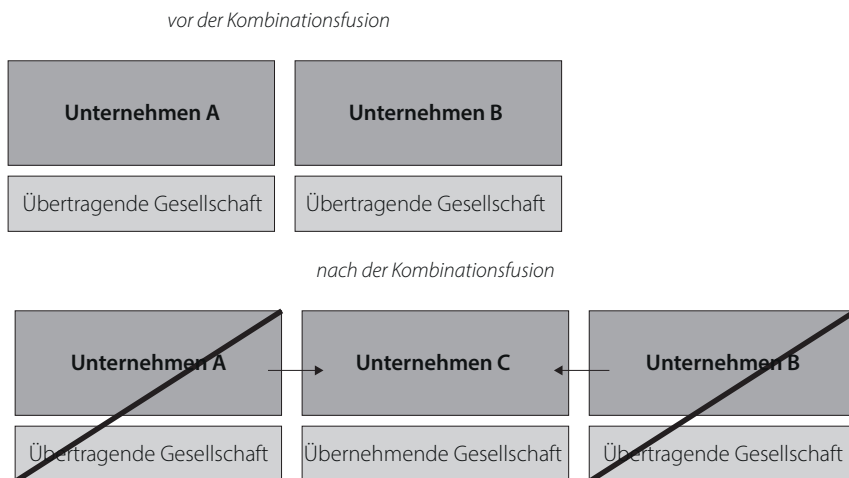
Bei einer Fusion durch Übernahme (Absorption) entsteht häufig in der Öffentlichkeit der Eindruck, die übernommene Gesellschaft sei der schwächere Partner. Bei der Kombination wird keine der Gesellschaften übernommen, sondern beide Partner schliessen sich gleichwertig zu einer neuen Gesellschaft zusammen. Diese benötigt eine neue zweckmässige sowie »neutrale« Firmenbezeichnung, welche in der Praxis oft nicht leicht zu finden ist.³⁷⁷ Obwohl die früher mit einer Kombination verbundenen, nachteiligen steuerlichen Folgen seit 2009 entfallen, ist die Kombination selten, erstaunlicherweise auch bei Grossfusionen.³⁷⁸

375 Näheres siehe Glanzmann, L.: Umstrukturierungen, Bern 2008, S. 21 ff.

376 Der Begriff spielte früher auch für die Rechnungslegung eine besondere Rolle, weil diese Fusionsvariante eine besondere Konsolidierungsmethode ermöglichte (Pooling of Interest). Der Begriff hat jetzt vor allem eine Bedeutung in der Kommunikation von Fusionsvorhaben, um die Gleichwertigkeit der Partner zu betonen.

377 Beispiele: acrevis Bank für Bank CA St. Gallen und swissregio Bank Wil, Implanzia für Zschokke und Batigroup.

378 Trigo-Trindade, R./Griessen-Cotti, A.: FusG – Echo aus der Praxis, in: GesKR 2/2007, S. 145.

**Dar. 40:** Kombinationsfusion**Beispiel Kombinationsfusion Bio Partner Schweiz AG**

Die Eichberg Bio AG, Seon, Aktivenüberschuss CHF 2.7 Mio., VANADIS AG, Seon, Aktivenüberschuss CHF 3.0 Mio. und Viaverde AG, Pfaffnau schliessen sich durch Kombinationsfusion zur Bio Partner Schweiz AG mit einem Aktienkapital von CHF 5.9 Mio. eingeteilt in 59 000 Namenaktien zu CHF 100 zusammen.³⁷⁹

Beispiel Kombinationsfusion Télé-Leysin S. A.

Die Gesellschaft ist durch Kombination der Télé-Leysin S. A. und der Remontées mécaniques Les Mosses – La Lécherette S. A. entstanden. Aktienkapital: CHF 2 156 800, wovon 1 508 800 Aktien an die Aktionäre der Télé-Leysin S. A. und 648 000 Aktien zu nom. CHF 1 an die Aktionäre der Remontées mécaniques entfallen.³⁸⁰

Anstelle der Kombinationsfusion wird in der Praxis häufig eine bei der Durchführung weniger aufwendige **doppelte Absorptionsfusion** (auch unechte Kombinationsfusion genannt) vorgenommen. Die beiden Fusionspartner gründen eine Aktiengesellschaft mit dem Mindestkapital von CHF 100 000, welche diese in zwei Absorptionsfusionen übernimmt.

³⁷⁹ Quelle: Tagebuch Handelsregister Aargau vom 3.10.2007.

³⁸⁰ Quelle: Einladung zur GV Télé-Leysin S. A. vom 12.1.2011.

Beispiel Doppelte Absorptionsfusion Zschokke und Batigroup zur Implenia

Parteien: Z = Zschokke Holding SA, Genf

Umsatz CHF 1.5 Mrd.

Aktienkapital: CHF 25 500 000, eingeteilt in 300 000 Namenaktien zu CHF 85, Börsenwert CHF 237 Mio.

B = Batigroup Holding AG, Basel

Umsatz: CHF 1.15 Mrd.

Aktienkapital: CHF 64 513 000, eingeteilt in 6 451 300 Namenaktien zu CHF 10, Börsenwert CHF 124 Mio.

I = Implenia AG, Zug

Neu gegründete Gesellschaft

Die übertragenden Gesellschaften B und Z gründen mit je einer Beteiligung von 50 % die I mit einem Aktienkapital von CHF 100 000, eingeteilt in 10 000 000 Namenaktien zu CHF 0.01. I ist im Fusionsvorgang die übernehmende Gesellschaft, B und Z sind in zwei Fusionsverfahren die übertragenden Gesellschaften. Vor der Fusion wurde das Aktienkapital von I um CHF 395 erhöht und neu in 20 700 Namenaktien zu CHF 4.85 eingeteilt.³⁸¹

16.2 Finanzielle Aspekte der Fusion

16.2.1 Bewertung

Die Bewertung der fusionierenden Gesellschaften ist für die beteiligten Aktionäre von zentraler Bedeutung. Wird die übertragende Gesellschaft zu tief bewertet, erleiden die Aktionäre beim Umtausch ihrer Aktien eine, in der Regel verdeckte, Schmälerung ihrer Vermögensrechte und die Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft erzielen einen entsprechenden echten Fusionsgewinn durch Wertsteigerung ihrer Aktien (günstiger Kauf).

FusG 7 Abs. 1 verlangt ausdrücklich, dass die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft Anspruch auf Berücksichtigung des Vermögens der beteiligten Gesellschaften, der Verteilung der Stimmrechte sowie aller anderen relevanten Umstände haben. Dies ist umso wichtiger als für die Aktionäre mit der Fusion, von einigen Sonderfällen abgesehen, ein Zwangsumtausch verbunden ist. Der Anspruch der Aktionäre auf eine betriebswirtschaftlich korrekte Unternehmensbewertung ist im Gesetz nicht ausdrücklich erwähnt. Es ist jedoch unbestritten, dass das Aus-

³⁸¹ Quelle: Informationsbroschüre für die Aktionäre zur Fusion, Februar 2006.

tauschverhältnis bei der Fusion aufgrund des Unternehmenswertes der übernehmenden und der übertragenden Gesellschaft berechnet werden muss.³⁸²

Dabei sind die anerkannten Methoden der Unternehmenswertberechnung anzuwenden. Wesentlich ist dabei, dass die Grundlagen der Bewertung für beide Gesellschaften nach den gleichen Kriterien ermittelt werden.³⁸³ Es ist in der Rechtslehre umstritten, ob bei börsenkotierten Gesellschaften ein aus den Börsenwerten abgeleitetes Umtauschverhältnis den Vorschriften des FusG entspricht.

Der Börsenkurs ist kein zuverlässiger Massstab für den Wert des Unternehmens und damit der zur Festlegung des Umtauschverhältnisses bei Fusionen. Börsenkurse können bekanntlich durch entsprechende gezielte Transaktionen in die eine oder andere Richtung beeinflusst werden. Die Beeinflussung des Umtauschverhältnisses durch Börsenkursmanipulationen stellt nicht nur theoretische Lehrbuchausagen dar, sondern zeigte sich in dem international aufsehenerregenden Guinness-Skandal an der Londoner Börse im Frühjahr 1986 beim Übernahmekampf um Distillers.³⁸⁴

FusG 14 verlangt im Fusionsbericht Angaben über »Besonderheiten bei der Bewertung der Anteile im Hinblick auf die Festsetzung auf das Umtauschverhältnis«. Zu diesem Zweck erstellt in der Regel eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft oder die Corporate-Finance-Abteilung einer Bank eine **Fairness Opinion**. Diese enthält hin und wieder nur eine Darstellung der gewählten Verfahren ohne Informationen über die zur Bewertung getroffenen Annahmen wie Umsatz- und Gewinnentwicklung, Zins- und Steuersätze usw.

Beispiel Fairness Opinion Crealogix Holding AG³⁸⁵

Zusammenfassung

- Die Anwendung der DCF-Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts ist anerkannte Best Practice.
- Die Annahmen zu den Free Cashflows und dem Terminal Value basieren auf dem Businessplan für die GJ 2023/24E bis 2025/26E, welcher vom Verwaltungsrat der CREALOGIX am 7. September 2023 genehmigt wurde, sowie den

382 Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht (Zürich 2010), S. 360. Schenker, U.: Fusion, in: GesKR 2/2007, S. 158.

383 Glanzmann, L.: Umstrukturierungen, Bern 2008, S. 66.

384 Der Finanzskandal um die Übernahmeschlacht Distillers wurde erst 1998 mit einem Schlussbericht des britischen Handels- und Industrieministeriums abgeschlossen. Der Bericht kam nach Untersuchung der zum Teil kriminellen Machenschaften zum Schluss, dass ohne Kursmanipulationen Guinness vermutlich den Übernahmekampf verloren hatte. Guinness gab seinerseits die Selbständigkeit 1997 durch Zusammenschluss mit der Grand Metropolitan Plc zur Diageo plc auf, Quelle: Schweizer Bank, 3/1998, S. 20.

385 Quelle: IFBC, 2023, S. 34.

Angaben und Annahmen des Managements für die Grobplanperiode und den Terminal Value.

- Für die Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals wurde ein WACC von 12.80 % angewendet sowie auf den Jahresabschluss per 30. Juni 2023 abgestützt.
- Der resultierende Wert pro Aktie per 15. November 2023 beträgt CHF 54.96.
- Die Sensitivitätsanalysen ergeben eine Wertbandbreite für den Wert je Aktie von CHF 48.13 bis CHF 62.53.
- Dem Resultat der DCF-Bewertung wird im Rahmen dieser Fairness Opinion die grösste Bedeutung beigemessen, da mit diesem Ansatz den unternehmensspezifischen Gegebenheiten der CREALOGIX am besten Rechnung getragen wird.

Die mit dem Umtauschverhältnis im Fusionsangebot nicht einverstandenene Aktionäre haben die Möglichkeit, nach FusG 105 in einem gerichtlichen Verfahren die korrekte Bewertung überprüfen zu lassen.³⁸⁶ Die Erfahrung zeigt allerdings, dass die schweizerischen Gerichte in der Regel davon ausgehen, es sei nicht Aufgabe des Richters, das Ermessen der Bewertungsexperten nachträglich zu korrigieren.

16.2.2 Umtauschverhältnis

Das Umtauschverhältnis ist ein wesentliches Element im Fusionsprozess.

Das **Umtauschverhältnis** legt fest, wie viele Aktien der übernehmenden Gesellschaft auf die Aktien der übertragenden Gesellschaft ausgegeben werden müssen.

Aufgrund der durch Gutachten ermittelten Unternehmenswerte beider Gesellschaften ergibt sich das Umtauschverhältnis gestützt auf die Zahl der ausstehenden Aktien auf den Fusionszeitpunkt. Dabei kommt folgende Formel zur Anwendung:³⁸⁷

³⁸⁶ Zu diesem Zweck haben die klagenden Aktionäre Anspruch auf Offenlegung des Bewertungsgutachtens, BGE 134 III 255, besprochen von Wieser, Ch., in: GesKR 3/2008, S. 263.

³⁸⁷ Schenker, U.: Die Fusion, in: GesKR 2/2007.

Formel für das Umtauschverhältnis

$$X = \frac{(\text{UW T} : \text{Anzahl Aktien T})}{(\text{UW R} : \text{Anzahl Aktien R})}$$

UW = Unternehmenswert

T = übertragende Gesellschaft

R = übernehmende Gesellschaft

X = Anzahl Aktien von R für jede Aktie von T

Die Formel geht davon aus, dass beide Gesellschaften nur eine Kategorie von Aktien ausstehend haben. Sofern dies nicht der Fall ist, müssen die verschiedenen Aktienkategorien, z. B. Aktien im Nennwert CHF 10 und von CHF 100, auf eine einheitliche Grösse umgerechnet werden.

Fiktives Beispiel Berechnung des Umtauschverhältnisses

Absorption von T durch R	Gesellschaft T	Gesellschaft R
Aktienkapital	1 400 000 CHF	3 200 000 CHF
Unternehmenswert	6 500 000	14 000 000
Anzahl Aktien	14 000 zu 100 CHF	16 000 zu 200 CHF
Unternehmenswert je Aktie	464 CHF	875 CHF

$$\text{Umtauschverhältnis} = (6\,500\,000/14\,000)/(14\,000\,000/16\,000) = 464\text{ CHF}/875\text{ CHF} = 0.53$$

In der Regel ergibt sich wie im Beispiel aus den Unternehmenswerten kein bequemes Umtauschverhältnis, z. B. 3:4:1. Das FusG sieht zur Vereinfachung des Aktienumtausches vor, dass eine Ausgleichszahlung (**Spitzenausgleich**) zusätzlich zum Aktienumtausch vorgesehen werden kann. Diese darf jedoch den zehnten Teil des wirklichen Wertes der gewährten Anteile nicht übersteigen (FusG 7 II). Anstelle des Spitzenausgleichs kann den Aktionären auch der Zukauf von **Fractionen** zur Aufrundung auf die nächste runde Aktienzahl vorgeschlagen werden.

Deshalb ist es in der Praxis nicht selten, dass zur Erreichung eines bequemen Umtauschverhältnisses, z. B. 3:1, der Wert der Aktien bei einer oder beiden Gesellschaften zusätzlich durch besondere Massnahmen beeinflusst werden muss. Hierzu können unterschiedliche Varianten angewendet werden:

- **Variante 1: Erhöhung des Aktienwertes: Freiwillige Zuzahlung der Aktionäre in die Reserven**

Verminderung der Aktienzahl durch Vernichtung eigener Aktien

Die Aktionäre können zu beiden Massnahmen nicht verpflichtet werden. Sie sind deshalb nur bei Gesellschaften mit einem beschränkten Kreis von Grossaktionären möglich.

- **Variante 2: Herabsetzung des Aktienwertes: Änderung der Aktienstückelung durch Aktiensplit**

Mit einem Aktiensplit wird bei gleichem Eigenkapital die Zahl der umlaufenden Aktien vermehrt und der Wert der einzelnen Aktien dadurch vermindert. Nach der Herabsetzung des gesetzlichen Mindestnennwertes auf 1 Rappen bestehen zur Verminderung des Aktienwertes im Hinblick auf das Umtauschverhältnis praktisch keine Einschränkungen mehr.

Reduktion des Nennwertes der Aktien und Barauszahlung des Herabsetzungsbetrages

Im Vergleich zu einer Sonderausschüttung hat diese Variante aus der Sicht der Aktionäre den Vorteil, dass der Betrag weder verrechnungssteuer- noch einkommenssteuerpflichtig ist. Als Nachteil dieser Variante ist zu erwähnen, dass das umständliche Verfahren der Kapitalherabsetzung nicht zu umgehen ist.

Ausschüttung aus Reserven aus Kapitaleinlagen (Kapitaleinlageprinzip, KEP)

Die Nachteile des Verfahrens der Nennwertreduktion lassen sich vermeiden, wenn die Gesellschaft über eine ausreichende, von der ESTV anerkannte Reserve aus Kapitaleinlagen (DBG 20 III) verfügt und die Generalversammlung eine entsprechende Ausschüttung beschliessen kann.

Sonderausschüttung zu Lasten der freien Reserven

Es kommen nur versteuerte, frei verfügbare Reserven in Betracht. Eine Sonderausschüttung ist für den einzelnen Aktionär einkommenssteuerpflichtig. Aus diesen Gründen wird von der Möglichkeit der Herabsetzung des Umtauschwertes durch Barauschüttung selten – und anders als im folgenden Beispiel – nur im bescheidenen Umfang Gebrauch gemacht.

**Beispiel Sonderausschüttung zwecks Herabsetzung des Aktienwertes
Gotthard Raststätte Erstfeld**

Die GV 2001 hat zusätzlich zur ordentlichen Dividende von 30 % auf dem Aktienkapital von CHF 3.2 Mio. sowie einer Jubiläumsdividende von 7.5 % eine Substanzdividende (Fusionsdividende) von 48.1 % des Aktienkapitals (CHF 240.50 je Aktie) zu Lasten des verfügbaren Bilanzgewinnes und der Spezialreserve ausgeschüttet, um die Aktien im Hinblick auf die Fusion mit der Urner Autogewerbe und Tankstellen AG (UATAG) leichter zu machen.³⁸⁸

388 Quelle: Einladung zur GV vom 27.4.2001:

Ausgabe von Gratisaktien (Kapitalerhöhung aus Eigenkapital)

Der Wert der einzelnen Aktie kann auch dadurch verringert werden, dass bei gleichbleibendem Eigenkapital die Zahl der Aktien heraufgesetzt wird. So hat die UATAG zur Erhöhung der Aktienzahl eine Gratiskapitalerhöhung im Verhältnis 1:1 vorgenommen. Wegen der damit verbundenen Einkommenssteuerfolgen für die privaten Aktionäre wird diese Variante nur selten eingesetzt.

Kapitalverwässerung durch Ausgabe von neuen Aktien an die bisherigen Aktionäre

Der Umtauschwert der Aktien kann durch eine gewöhnliche Kapitalerhöhung gegen Einzahlung unter dem Börsenkurs bzw. inneren Wert gesenkt werden. Beträgt der Umtauschwert vor Durchführung der Kapitalerhöhung bei der übernehmenden Gesellschaft z. B. CHF 130, während bei einem Wert von CHF 110 ein bequemes Umtauschverhältnis möglich wäre, so kann eine Kapitalerhöhung durchgeführt werden, welche zu einer Kapitalverwässerung von CHF 20 je Aktie führt. Dabei ist darauf zu achten, dass das neue Aktienkapital möglichst einen runden Betrag ausmacht.

Beispiel Korrektur des Umtauschverhältnisses Absorption von T durch R (auf vorangehendes Beispiel aufbauend)

Das Umtauschverhältnis von 0.53 ist nicht praktikabel, weil keine halben Aktien getauscht werden können. Deshalb sind Korrekturmassnahmen bei R erforderlich.

Massnahme 1: Aktiensplit von R im Verhältnis 1:1

Dadurch entstehen 32 000 R Aktien zu CHF 100 und einem Unternehmenswert von CHF 437.50 je Aktie. Damit kann der Umtauschwert der Aktien R jenem von T (CHF 464) angenähert werden. Daraus resultiert ein neues Umtauschverhältnis von 0.94.

Massnahme 2: Ausgleichszahlung (Spitzenausgleich)

Bei einem Umtausch von einer T gegen eine R Aktie würden die T-Aktionäre eine Vermögenseinbusse erleiden, welche ihnen durch einen Spitzenausgleich in Form einer Barzahlung von CHF 26.50 pro Aktie abzugelten ist.

Zur Beschaffung der Abfindungsaktien für die Aktionäre der aufzunehmenden Gesellschaft ist eine nochmalige Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsausschluss erforderlich. In der Praxis ergeben sich hin und wieder auch nach Korrekturmassnahmen immer noch ungerade Umtauschverhältnisse, weshalb ein **Spitzenausgleich** durch Barzahlung vorgesehen wird.

Beispiel Korrektur des Aktienwertes im Hinblick auf ein bequemes Umtauschverhältnis bei einer komplizierten Fusion von drei Banken

Die A-Bank, Aktienkapital CHF 30 Mio. eingeteilt in 300 000 Namenaktien zu nom. CHF 100, Umtauschwert (= Unternehmenswert) CHF 512, ausserbörslicher Kurs CHF 400 (kein liquider Markt) übernimmt durch Annexion die B-Bank und die C-Bank, wobei ein Umtauschverhältnis 1:1 erreicht werden soll. Die Aktien von B und C werden ebenfalls nur sporadisch ausserbörslich gehandelt. Für den Umtausch ist die nach einheitlichen Kriterien vorgenommene Unternehmensbewertung massgebend.

Welche vorbereitenden Massnahmen zur Erreichung des Umtauschverhältnisses sind von B und C zu beschliessen? Es ergibt sich folgende Ausgangslage:

Ausgangslage

	B-Bank	C-Bank
Anzahl Aktien	16 000	22 000
Nominalwert	500	200
Aktienkapital in TCHF	8 000	4 400
Innerer Wert je TCHF	49 320	13 002
Innerer Wert je Aktie	3 102	591

Massnahmen zur Erreichung eines runden Umtauschverhältnisses für die übertragenden Banken B + C. Ziel: Nach Korrektur des Unternehmenswertes soll ein Umtauschverhältnis von 1:1 ohne Spitzenausgleich erreicht werden.³⁸⁹

	B-Bank	C-Bank
Split	1:5	–
Gratisaktien	5:1	–
Anzahl Aktien	96 000	–
Barausschüttung	0	2 200
Innerer Wert	48 768*	10 802

*abzüglich CHF 49 630 von der Bank B bezahlte Verrechnungssteuer auf den Gratisaktien von CHF 862. Der Nennwert der Gratisaktien gilt für die Verrechnungssteuer als

389 Beispiel aus der Praxis vor Inkrafttreten des FusG. Deshalb war kein Spitzenausgleich möglich. Eine Nennwertreduktion unter CHF 100 wurde ausgeschlossen, weil unter Regionalbanken tiefe Nennwerte und damit leichte Titel mit niedrigen Kurswerten nicht üblich sind. Nachdem sich gezeigt hat, dass die fusionierte Bank in einem schwierigen Marktumfeld eine zu knappe Ertragskraft hatte, wurde sie in einem öffentlichen Kaufangebot von einer Grossbank übernommen.

	B-Bank	C-Bank
Nettoausschüttung (35 % von 1 600/0.65).		

Dies führt zu folgenden Ergebnis:

	B-Bank	C-Bank
Anzahl Aktien	96 000	22 000
Nominalwert	100	200
Aktienkapital in TCHF	9 600	4 400
Innerer Wert Total in TCHF	48 768	10 802
Innerer Wert je Titel	508	491
Umtauschverhältnis	1:1	1:1

Wie hoch ist die Aktienkapitalerhöhung der A-Bank (in TCHF) festzusetzen?
Annahme: Es bestehen keine wechselseitigen Beteiligungen und die fusionierenden Banken besitzen nur geringe Bestände an eigenen Aktien.

	A-Bank	B-Bank	C-Bank
Aktienkapital	30 000	+9 600	+2 200
Nach Fusion mit B und C	41 800		

Es werden 22 000 Aktien zu CHF 200 Nominalwert zum inneren Wert von CHF 491 im Verhältnis 1:1 getauscht. Somit müssen 22 000 neue A-Aktien zu nom. CHF 100 ausgegeben werden. Beim Tausch spielen die unterschiedlichen Nennwerte der Aktien der übertragenden Gesellschaften keine Rolle.

Zur Aufrundung auf die runde Summe von CHF 42 Mio. hat die Generalversammlung von A eine zweite Tranche von TCHF 200 gegen bar, welche zur Mitarbeiterbeteiligung eingesetzt werden können, beschlossen.

16.2.3 Kapitalerhöhung

Zur Bereitstellung der Aktien zur Wahrung der Mitgliedschafts- und Vermögensrechte der Aktionäre der übertragenden Gesellschaft hat die GV der übernehmenden Gesellschaft eine Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechtes der bisherigen Aktionäre zu beschliessen. Im Sonderfall der Kombinationsfusion werden die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft durch die Aktien der neu gegründeten Gesellschaft abgefunden. Das Ausmass der Kapitalerhöhung ergibt sich

aus der aufgrund der Umtauschverhältnisse ermittelten Anzahl Aktien der übernehmenden Gesellschaft.

Formel zur Kapitalerhöhung

$$X = \frac{(V \times UTA)}{(UTB)}$$

X = notwendige Anzahl Aktien

V = Anzahl Aktien der übertragenden Gesellschaft

UTA = Umtauschverhältnis der übertragenden Gesellschaft

UTB = Umtauschverhältnis der übernehmenden Gesellschaft

Das rechnerische Ergebnis aufgrund der Formel muss in der Praxis erfahrungsgemäss angepasst werden, um die Bestände aus den wechselseitigen Beteiligungen der Fusionspartner und den Beständen an eigenen Aktien bei der übertragenden und der übernehmenden Gesellschaft zu berücksichtigen. Der Umfang der Kapitalerhöhung wird in grösseren Gesellschaften auch durch die verbreiteten aktienabgestützten Mitarbeiterbeteiligungsprogramme beeinflusst. In der Praxis gehen einer Fusion vielfach eine Zusammenarbeit zwischen den beteiligten Gesellschaften voraus, allenfalls sogar mit einer Beteiligung, sodass sich die Zahl der benötigten Abfindungsaktien und damit das Ausmass der Kapitalerhöhung erheblich vermindert, weil nicht für sämtliche ausstehenden Aktien der zu übernehmenden Gesellschaft Titel bereitzustellen sind.

Beispiel Bereitstellung von Abfindungsaktien Novartis AG/Alcon Inc. (mit rechtlichem Sitz in der Schweiz)

Die Novartis hat 2008 mit Nestlé einen Kauf- und Optionsvertrag für 25 % der Alcon-Aktien abgeschlossen. 2010 konnte Novartis die Kaufoption ausüben, was ihre Beteiligungsquote auf 77 % erhöhte (2. Erwerbsstufe des Kaufs- und Optionsvertrages). Zur Erhöhung der »operativen Effizienz und Einfachheit, Kapitalmarkt- und Kundenklarheit« wurde im April 2011 die Übernahme der 23 %-Aktien im Publikumsbesitz auf dem Weg der Absorptionsfusion beschlossen. Die für den Austausch der im Publikumsbesitz liegenden Alcon-Aktien erforderlichen maximal 215 000 000 Novartis-Aktien wurden durch Schaffung eines genehmigten Kapitals im Ausmass von maximal 108 000 000 Aktien zu nom. CHF 50 (CHF 54 Mio.) und die von der Novartis gehaltenen 107 000 000 eigenen Aktien bereitgestellt.³⁹⁰

390 Quelle: Informationsbroschüre Novartis zur ausserordentlichen GV vom 8.4.2011.

Beispiel Kapitalerhöhung bei doppelter Absorptionsfusion Implen AG

Die Implen AG hat nach ihrer Gründung zur Bereitstellung der Abfindungsaktien ihr Aktienkapital von CHF 100 395 durch Ausgabe von 18 451 300 Aktien zu CHF 4.85 auf CHF 85 584 200 gegen Sacheinlagen der Aktiven und Passiven von Z und B erhöht.³⁹¹

Beispiel Kapitalerhöhung bei einer Absorption Bank CA/swissregiobank

Parteien: CA = Bank CA St. Gallen (übertragende Gesellschaft)

Aktienkapital: CHF 17 600 000 eingeteilt in 176 000 Namenaktien zu CHF 100.*

Bilanzsumme: CHF 1 803.2 Mio.

* wovon 8797 Aktien im Eigenbestand vor der Fusion vernichtet wurden.

SRB = swissregiobank, Wil (übernehmende Gesellschaft neu acrevis Bank AG)

Aktienkapital: CHF 13 340 000 eingeteilt in 116 000 Namenaktien zu CHF 115.

Bilanzsumme: CHF 1 638.0 Mio.

Die Unternehmensbewertungsgrundsätze wurden in der Absichtserklärung im Dezember 2010 festgelegt: Durchschnittliche Börsenkurse, Substanzwerte auf den 31. Dezember 2010 und szenariobasierte Ertragswerte für die Jahre 2011 bis 2015. Die übernehmende Bank SRB wird mit der Fusion in acrevis Bank AG umfirmiert.

	CA	SRB
Börsenwert in Mio. CHF	245	145
Unternehmenswert in Mio. CHF	254	149
Anzahl Aktien	167 203	116 000
Unternehmenswert je Aktie	1 519	1 289
Umtauschverhältnis	1	1.1762

Der Spitzenausgleich wird wie folgt geregelt. Die Aktionäre der Bank CA, welche gemäss dem Umtauschverhältnis keine ganze Anzahl von acrevis-Bankaktien erhalten, können die Spitzen verkaufen oder die notwendigen Fraktionen zu kaufen, um eine ganze Zahl von Aktien zu erhalten (ohne weitere Details).³⁹²

391 Quelle: Informationsbroschüre zur Fusion Zschokke und Batigroup, Februar 2006.

392 Quelle: Fusionsbroschüren zu den ausserordentlichen Generalversammlungen vom 23.9.2011, Geschäftsbericht acrevis-Bank 2011.

16.3 Rechtliche Aspekte

16.3.1 Verhandlungen und Abschluss des Fusionsvertrages

Die Komplexität des Fusionsvorganges stellt hohe und nicht alltägliche Anforderungen an die Verhandlungsparteien, weshalb diese im Allgemeinen auf die Mitwirkung von externen Spezialisten im Bereich M&A-Recht, Steuern, Wirtschaftsprüfung, bei branchenfremden Zusammenschlüssen Markt- und Technologieexperten sowie Kommunikation angewiesen sind. Damit die Verhandlungen in der Öffentlichkeit nicht bekannt werden, haben alle Beteiligten strenge Vertraulichkeitserklärungen zu unterschreiben. Die Grundlage für die Abwicklung der Verhandlungen wird in einer Absichtserklärung (**Letter of Intent**) festgelegt. Im Zentrum der Verhandlungen stehen neben dem gesetzlich notwendigen Minimalinhalt des Fusionsvertrages (FusG 13)³⁹³ wie Umtauschverhältnis, Modalitäten des Umtausches, Vollzug und Inkrafttreten der Fusion weitere wesentliche Elemente.

Von zentraler Bedeutung sind vor allem bei grösseren Zusammenschlüssen die im Gesetz nicht vorgesehenen weiteren Bestimmungen, z. B. die Bedingungen für das Zustandekommen des Fusionsvertrages, die Regelung des Schwebezustandes zwischen Vertragsabschluss und Vollzug der Fusion (Pre-Closing-Covenants), von allfälligen Vertragsänderungen zur Absicherung der Fusion, die Beendigungsklauseln, welche die Voraussetzungen für den Abbruch der Verhandlungen oder einen Rücktritt vom Vertrag regeln sowie die Bestimmungen über die Begleichung der vergeblichen Aufwendungen bei Scheitern der Transaktion (Break-up Fees) sowie über Bruchteilsrechte beim Aktienumtausch (Spitzenausgleich und Fraktionen), die eigenen Aktienbestände und wechselseitige Beteiligungen, die Anpassung der Beteiligungsprogramme und Incentive Plans.³⁹⁴

Mit dem Vertragsabschluss endet die meist längere Phase von vorbereitenden Arbeiten und Verhandlungen im Zusammenhang mit dem Fusionsprojekt.

Der Fusionsvertrag ist die Grundlage der Fusion. Der Fusionsvertrag unterscheidet sich von einem obligationenrechtlichen Vertrag wie ein Aktienkauf (Share Deal), ein Aktientausch (Quasifusion) oder ein öffentliches Kaufangebot in Bezug auf die Wirkung. Er ist nach Genehmigung durch die Generalversammlungen für sämtliche Aktionäre der an der Fusion beteiligten Gesellschaften verbindlich, auch für jene, welche ihm an der Generalversammlung ihre Zustimmung verweigert haben.³⁹⁵ Zuständig für den Abschluss ist das oberste Leitungs- oder Verwaltungsorgan, bei der Aktiengesellschaft somit der gesamte Verwaltungsrat, wobei vom Gesetz kein besonderes Beschluss-Quorum erforderlich ist.

393 Die Einzelheiten erläutern die Gesetzeskommentare Baker & McKenzie, Zürich 2003. Amstutz, M./Mabillard, R., Basel 2008. Water, R. et al., Basel 2004. Vischer, F., Zürich 2012.

394 Bei der Fusion Novartis/Alcon umfasst der Anhang allein zu diesem Punkt 2½ Seiten.

395 Bei der Quasifusion steht es dagegen den Aktionären frei, ihre Aktien anzudienen oder auch unter dem neuen Mehrheitsaktionär zu behalten.

16.3.2 Fusionsbericht und Fusionsprüfung

Ein besonderes Merkmal des FusG ist aus der Sicht aller Stakeholder die Pflicht des Verwaltungsrates, Zweck und Bedingungen der Transaktion in einem Fusionsbericht (FusG 14) zu erläutern, wodurch die früher bestehende Informationsasymmetrie zwischen dem Verwaltungsrat und Management sowie den Aktionären und Mitarbeitern erheblich abgeschwächt worden ist. In der Praxis zeigen sich allerdings bei der Gestaltung des Fusionsberichtes erhebliche Unterschiede im Detaillierungsgrad, insbesondere in Bezug auf die Unternehmensbewertung und die Umtauschverhältnisse sowie die zu erwartenden Chancen und Risiken des Zusammenschlusses. Die Bedeutung des Fusionsberichtes aus der Sicht der Aktionäre zeigt sich auch darin, dass dieser zusammen mit dem Fusionsvertrag von einem besonders befähigten Revisor (OR 727 b) auf formelle Richtigkeit geprüft werden muss.³⁹⁶

16.3.3 Einsichtsverfahren

Gemäss FusG 16 I müssen die fusionierenden Gesellschaften Fusionsvertrag, Fusionsbericht, Prüfungsbericht, Jahresrechnung und Jahresberichte der drei letzten Geschäftsjahre und gegebenenfalls die Zwischenbilanzen ihren Gesellschaftern während 30 Tagen vor der Beschlussfassung durch die Generalversammlung zur Einsicht am Sitz jeder an der Fusion beteiligten Gesellschaften auflegen. Zur Einsichtnahme sind jedoch nur die Gesellschafter berechtigt, nicht aber die Gläubiger und Arbeitnehmer. Bei Publikumsgesellschaften werden Fusionsvertrag und Fusionsbericht jedoch den Aktionären auf Verlangen zugestellt, sodass durch diesen Versand die Einsichtnahme der Öffentlichkeit und damit auch der Arbeitnehmer und der Gläubiger gewährleistet ist.

16.3.4 Fusionsbeschluss und -vollzug

Nach FusG 18 wird der Fusionsvertrag verbindlich, wenn er bei Aktiengesellschaften von mindestens zwei Dritteln der an der Generalversammlung vertretenen Aktienstimmen und der absoluten Mehrheit des von ihnen vertretenen Aktiennennwertes genehmigt worden ist. Über den Fusionsbeschluss ist eine öffentliche Urkunde zu erstellen. Die Fusion findet ihren formellen Abschluss mit dem Eintrag der Fusionsbeschlüsse im Handelsregister. Nach FusG 21 III wird die übertragende Gesellschaft mit diesem Eintrag gelöscht und auf den gleichen Zeitpunkt gehen alle Aktiven und Passiven durch Universalsukzession auf die übernehmende Gesellschaft über. Unter sich können die Parteien die Wirksamkeit der Fusion unabhängig vom Datum von deren Eintragung vertraglich regeln (FusG 13 I, lit. g), häufig

396 Gestützt auf PE 800-1, Prüfungen nach FusG, Treuhandkammer 2006.

mit Rückwirkung bezüglich Übergangs von Nutzen und Gefahr und der buchhalterischen Erfassung auf den Beginn eines Geschäftsjahres, bzw. Quartals.³⁹⁷ Gegenüber Dritten ist jedoch der Handelsregistereintrag massgeblich.

16.4 Erleichterte Fusionsverfahren

Der sehr ausführlich geregelte Ablauf eines ordentlichen Fusionsverfahrens erweist sich in besonderen Verhältnissen wie beim Zusammenschluss von KMU oder der Fusion von Kapitalgesellschaften mit qualifizierten Beteiligungsverhältnissen beispielsweise zur Vereinfachung des Konzernaufbaus als unzumutbar und kann deshalb vereinfacht werden. So können bei KMU-Fusionen unter bestimmten Voraussetzungen Fusionsbericht und Fusionsprüfung sowie das Einsichtsverfahren entfallen. Für Kapitalgesellschaften kommen die Erleichterungen zur Anwendung bei 100 %-Kontrolle der übernehmenden Gesellschaft (Mutter-/Tochterabsorption) oder bei Kontrolle von mindestens 90 % der Stimmen. Besondere Verhältnisse liegen auch vor bei Fusionen mit einer Gesellschaft in Liquidation und Sanierungsfusion.

16.5 Schutzbestimmungen

Die Rechte der *Aktionäre* sind im FusG präventiv durch die Fusionsprüfung geschützt. Gegen das Austauschverhältnis können opponierende Aktionäre mit einer **Überprüfungsklage** (FusG 105) eine angemessene Ausgleichszahlung verlangen, wobei das transaktionspezifische Umtauschverhältnis Gegenstand der Klage ist. Wird die Klage gutgeheissen, profitieren nicht nur die Kläger, sondern alle Aktionäre vom günstigeren Umtauschverhältnis (*erga-omnes-Wirkung*), weshalb für die übernehmende Gesellschaft im Fall eines Prozessverlustes das Schadenpotenzial beträchtlich ist. Die Gerichtspraxis zur Überprüfungsklage zeigt jedoch, dass es schwierig ist, entsprechende Ansprüche gerichtlich durchzusetzen, weil für die verantwortlichen Organe innerhalb des gesetzlichen Rahmens ein grosser Ermessungsspielraum besteht. Gerichtlich können nur pflichtwidrige Ermessensüberschreitungen korrigiert werden.³⁹⁸

Die Interessen der *Gesellschaftsgläubiger* werden durch eine Informationspflicht der Aktiengesellschaft und durch einen Anspruch auf Sicherstellung der Forderungen geschützt. Der Gläubigerschutz setzt bei der Fusion im Gegensatz zur Spaltung erst nach Vollzug der Fusion ein. Die fusionierte Gesellschaft ist nach FusG 25 II verpflichtet, im SHAB dreimal einen **Schuldenruf** zu veröffentlichen. Die

³⁹⁷ Steuerrechtlich wird die Rückwirkung höchstens auf sechs Monate anerkannt, weshalb im Juni besonders viele Fusionen eingetragen werden.

³⁹⁸ Von der Crone, H. C. et al., Das Fusionsgesetz, Zürich 2004, S. 399. BGE 137 II 557, BGE 4A_06/2011 BVZ Gornergrat Bahn.

Gläubiger der fusionierenden Gesellschaften können ihre Forderungen von der fusionierten Gesellschaft innerhalb von drei Monaten seit der Rechtswirksamkeit der Fusion sicherstellen lassen (FusG 25 I).

Die besonderen Interessen der *Arbeitnehmer* berücksichtigt das Fusionsgesetz durch einen Informations- und allenfalls Konsultationsanspruch (FusG 28). Über die Auswirkungen der Transaktion für die Arbeitnehmer ist im Fusionsbericht zu informieren. Sämtliche Arbeitsverhältnisse nach OR 333 gehen automatisch auf die übernehmende Gesellschaft über, wobei FusG 27 I den Arbeitnehmern ein Ablehnungsrecht einräumt. Das Fusionsgesetz enthält jedoch keinen besonderen Kündigungsschutz. Bei grossen Gesellschaften wird in der Öffentlichkeit häufig übersehen, dass sich die Fusion auf der Ebene von reinen Holdinggesellschaften abwickelt, welche oft gar keine Arbeitnehmer beschäftigen. In diesem Fall entfallen selbstverständlich die Informations- und Konsultations- sowie allenfalls Sicherstellungspflichten für Arbeitnehmerforderungen. Die Fusion wirkt sich auf die Arbeitnehmer vor allem in den einzelnen operativen Konzerngesellschaften aus (Beseitigung von Doppelspurigkeiten, Desinvestition von Geschäftsbereichen, Verlagerung und Abbau von Arbeitsplätzen usw.). Über diese Vorgänge enthält das Fusionsgesetz zum Schutz der Arbeitnehmer jedoch keine besonderen Vorschriften.

16.6 Rechnungslegung für Fusionen

Die Darstellung von Fusionstransaktionen in der Rechnungslegung ist im geltenden Rechnungslegungsrecht nicht geregelt. Viele Fusionen spielen sich auf Stufe auf Holdingebene ab. Somit sind die Bilanzen im Einzelabschluss der Holdinggesellschaften davon betroffen. Bei der Erfassung des Fusionsvorganges ist zwischen Fusionen mit Kapitalerhöhung und solchen ohne Kapitalerhöhung auf Holdingebene zu unterscheiden.

Fusion mit Kapitalerhöhung

Die übernommenen Aktiven und Verbindlichkeiten werden in der Fusionsbilanz zu Buchwerten übernommen.³⁹⁹ Der Betrag der Kapitalerhöhung und der Nettoaktivenüberschuss sind im Normalfall nicht identisch. Weil die unter den für das Umtauschverhältnis massgebenden betriebswirtschaftlichen Werten liegenden Buchwerte der Fusionsbilanz nicht verändert werden, entsteht eine Differenz zwischen dem höheren Aktivenüberschuss und dem Betrag der Kapitalerhöhung. Diese Differenz ist als **Fusionsagio** zu betrachten und wird unter dem geltenden Recht der gesetzlichen Kapitalreserven gutgeschrieben. Die steuerrechtliche Differenz ist bei den Kapitalreserven zu beachten.⁴⁰⁰

399 ExpertSuisse, Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung, Band Buchführung und Rechnungslegung, 2023, S. 335.

400 ExpertSuisse, Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung, Band Buchführung und Rechnungslegung, 2023, S. 335.

Übersteigt der Betrag der Kapitalerhöhung den Nettoaktivenüberschuss, entsteht eine Differenz, welche vereinfachend als **Fusionsdisagio** bezeichnet wird. Es handelt sich jedoch im Normalfall um einen Goodwill, welcher aktiviert erfolgswirksam sofort abgeschrieben werden kann. Die Aktivierung des Goodwills ist allerdings in der Praxis umstritten. Faktisch stellt dies eine Unterpari-Emission dar, welche nach Aktienrecht untersagt ist.⁴⁰¹ Die Lehrmeinungen divergieren in dieser Frage.

Fusion mit Kapitalerhöhung

Kapitalerhöhung > Nettoaktivenüberschuss	Kapitalerhöhung < Nettoaktivenüberschuss
= Fusionsagio	= Fusionsdisagio (Goodwill)

Fusion ohne Kapitalerhöhung

Beteiligungswert > Nettoaktivenüberschuss	Kapitalerhöhung < Nettoaktivenüberschuss
= Fusionsverlust (Goodwill)	= Fusionsgewinn

Dar. 41: Fusion mit Kapitalerhöhung (Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung ExpertSuisse, Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung, Band Buchführung und Rechnungslegung, 2023, S. 335)

Fusion ohne Kapitalerhöhung

Bei der Fusion ohne Kapitalerhöhung handelt es sich um konzerninterne Fusionen (Mutter/Tochter-, Tochter-/Muttergesellschaften, Schwestergesellschaften). Der entsprechende Betrag auf dem Beteiligungskonto der Muttergesellschaft wird durch die Aktiven und Passiven der übernommenen Konzerngesellschaft ersetzt. Zwischen dem Buchwert der Beteiligung bei der Muttergesellschaft und dem Nettoaktivenüberschuss der untergehenden Tochtergesellschaft ergibt sich eine Differenz. Ist der Beteiligungsbuchwert höher, entsteht ein Goodwill, der aktiviert werden kann, sofern dieser nicht zu Lasten von frei verfügbaren Reserven ausgebucht werden soll. Ist der Beteiligungsbuchwert niedriger als der Buchwert der

⁴⁰¹ ExpertSuisse, Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung, Band Buchführung und Rechnungslegung, 2023, S. 335.

übernommenen Nettoaktiven, entsteht durch Gewinnrealisierung ein Mehrwert (**Fusionsgewinn**). Dieser kann erfolgswirksam erfasst werden oder als Agio betrachtet und den gesetzlichen Kapitalreserven zugewiesen werden. Aus steuerlicher Sicht ist der Mehrwert grundsätzlich gewinnsteuerpflichtig, was bei der Verbuchung über die Reserven zu einer Abweichung zwischen Handels- und Steuerbilanz führt.⁴⁰²

In der Praxis sind grössere Unternehmungszusammenschlüsse in der Regel Firmengruppen. Fusionen beeinflussen nicht nur den Einzelabschluss der übernehmenden Gesellschaft, sondern auch den konsolidierten Jahresabschluss nach Swiss GAAP FER oder IFRS. Vorschriften über die Eingliederung von übernommenen Gesellschaften in die Konzernrechnung fehlen im Rechnungslegungsrecht. Lediglich der gesetzliche Verweis auf die Anwendung von anerkannten Standards der Rechnungslegung nach OR 963b I geben eine gewisse Regelung für die Handhabung. Für alle übrigen konsolidierungspflichtigen Gesellschaften gelten die Grundsätze ordnungsmässiger Rechnungslegung, welche sich zur Verbuchung und zum Ausweis von Fusionen nicht äussern.

16.7 Steuerrechtliche Aspekte der Fusion

Grundsätzlich ist die Fusion wie auch die anderen Formen von Unternehmensumstrukturierungen erfolgsneutral. Dies bedeutet, dass die stillen Reserven auf den übertragenden Aktiven auf Gesellschaftsebene als nicht realisiert gelten (DBG 61 I lit. d und II).

Die Emissionsabgabe auf der Aktienkapitalerhöhung und die Umsatzabgabe entfallen in der Regel. Seit 2009 werden auch keine Handänderungsgebühren und Grundstückgewinnsteuern mehr erhoben (FusG 109). Ein Verlustvortrag der übertragenden Gesellschaft bleibt bestehen und geht auf die übernehmende Gesellschaft über. Voraussetzung ist, dass die Gewinnsteuerwerte übernommen werden und die Steuerpflicht in der Schweiz fortbesteht.⁴⁰³

Eine Besonderheit ergibt sich für die Aktionäre, wenn durch die Fusion die Aktionäre der übertragenden Gesellschaft beim Aktientausch gegenüber dem bisherigen Aktienbesitz einen höheren Aktiennennwert erhalten. Dieser **Nennwertzuwachs** ist verrechnungssteuer- und damit einkommenssteuerpflichtig. Steuerbar sind auch die Ausgleichszahlungen nach FusG 7 II und die Abfindungen nach FusG 8.⁴⁰⁴

Der sogenannte Fusionsgewinn bei der Mutter-/Tochterfusion wird wie ein Beteiligungsertrag behandelt, obwohl es sich betriebswirtschaftlich nicht um einen Gewinn handelt. Ein sogenannter **Fusionsverlust** wird steuerlich dagegen nicht

402 ExpertSuisse, Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung, Band Buchführung und Rechnungslegung, 2023, S. 337 f.

403 KS 5a Umstrukturierungen vom 1.12.2022, S. 32.

404 KS 5a Umstrukturierungen vom 1.12.2022, S. 34.

berücksichtigt (DBG 61 V). Für Sonderfälle wie eigene Aktien, indirekte Teilliquidation und Mehrwertsteuer im Zusammenhang mit Fusionen wird auf die Spezialliteratur verwiesen.

16.8 Praxisbeispiel einer Absorptionsfusion

Mit einem integrierten Praxisbeispiel wird der Ablauf einer Absorptionsfusion dargestellt. Hierbei übernimmt die Meyer Burger mit Sitz in Baar die 3 S Industries mit Sitz in Lyss.

Beteiligte Unternehmen

Die Parteien sind:

MBT = Meyer Burger Technology, Baar

- Anbieter von Anlagen und Systemen für die Solar-, Halbleiter- und Optik-Industrie.
- Umsatz: CHF 1 729 Mio.
- Aktienkapital: CHF 1 594 595, eingeteilt in 3 189 190 Aktien zu nom. CHF 0.50, kotiert seit dem IPO 2006 an der SIX.

3 S = 3 S Industries AG, Lyss

- Entwicklung und Herstellung von Produktionsanlagen für Solarmaschinen.
- Umsatz: CHF 132 Mio.
- Aktienkapital: CHF 13 965 678, eingeteilt in 13 965 678 Aktien zu nom. CHF 1, kotiert seit dem IPO 2005 an der Berner Börse.

Zeitplan der Übernahme

Der Ablauf der Übernahme lässt sich wie folgt gliedern:

Vorphase	Letter of Intent, Verhandlungen, Due Diligence
30. September 2009	Zwischenbilanz 3 S als »der Fusion zugrunde liegende Bilanz Zwischenabschluss MBT
3. Dezember 2009	Fairness Opinion Ernst & Young
8. Dezember 2009	Abschluss des Fusionsvertrages Bericht des Fusionsprüfers KPMG
9. Dezember 2009	Information der Aktionäre Einladung zur ausserordentlichen Generalversammlung 3 S auf 14. Januar 2010, 10 Uhr in Bern Einladung zur ausserordentlichen Generalversammlung MBT auf 14. Januar 2010, 13.30 Uhr in Bern

14. Dezember 2009	Auflage zur Einsicht oder Zustellung auf Verlangen der im FusG 16 für die Aktionäre vorgesehenen Dokumente
14. Januar 2010	Die Generalversammlungen stimmen dem Fusionsvertrag zu. Wirkungszeitpunkt 1. Januar 2010. Die ausserordentlichen GV von MBT beschliesst: 1. Die Vornahme eines Aktiensplits im Verhältnis 1:10 durch Aufteilung des Nennwertes von je CHF 0.50 auf CHF 0.05 2. Schaffung eines bedingten Kapitals zur Ausübung von Optionsrechten und zur Ausgabe von Wandel- oder Optionsanleihen oder anderen Finanzinstrumenten. 3. Erhöhung des Aktienkapitals von CHF 1 594 595 um höchstens CHF 653 138 auf höchstens CHF 2 247 733 zum Umtausch der Aktien der 3 S. 4. Zuwahlen in den Verwaltungsrat
19. Januar 2010	Registrierung Split und Umtausch Aktien durch die Banken
21. Januar 2010	Publikation der Fusion bei MBT im Handelsregister Löschung von 3 S Schuldenruf von 3 S und MBT
15. April 2010	Ablauf Anmeldefrist für Forderungen nach FusG 25
29. April 2010	Ordentliche GV von MBT, Beschlüsse über Statutenänderungen: Erneuerung der Ermächtigung genehmigtes Kapital sowie Erhöhung des bedingten Kapitals, Verzicht auf Gewinnausschüttung

Finanzwirtschaftliche Hintergründe

Es bestehen folgende finanzwirtschaftliche Aspekte des Fusionsvertrags:

	MBT	3S
Equity Wert in Mio. CHF	923.4	367.9
Börsenbewertung in Mio. CHF	772.8	284.5
Aktivenüberschuss	120.0	70.2

Das Umtauschverhältnis ist wie folgt festgelegt worden:

	MBT	3S
Umtauschwert je Aktie	285.48	25.23
Rechnerisches Umtauschverhältnis	1.0	11.3
Anzahl Aktien für Umtausch	1 288 577	14 579 622

Es sind folgende Massnahmen zur Anpassung des Umtauschverhältnisses vollzogen worden:

	MBT	3S
Split	1.0	1.13
Spitzenausgleich	0.0	-0.13
Bereinigtes Umtauschverhältnis	1.0	1.0

Aktionäre von 3 S, für deren Beteiligung sich gemäss dem Umtauschverhältnis keine ganze Zahl von MBT-Aktien ergibt, können die entsprechenden Fraktionen der MBT gegen eine Zahlung in bar abtreten. Die Barzahlung entspricht dem Wert der entsprechenden Fraktion zum volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 30 der Generalversammlung vorausgehenden Handelstage von CHF 26.0471. Für die Fusion sind zahlreiche Effekte auf das neue Aktienkapital und die Rechnungslegung zu erwähnen:

- **Anzahl der neu auszugebenden MBT-Aktien zwecks Umtausches von 3 S-Aktien:**
Die Kapitalerhöhung beträgt maximal $\text{CHF } 653\,138 / 0.05 = 13\,062\,760$ Aktien.
- **Kaufpreis im Erwerbszeitpunkt und Begleichung des Kaufpreises:**
Der Kaufpreis im Erwerbszeitpunkt betrug TCHF 346 843. Er entspricht einem Zugang von Nettoaktiven von TCHF 205 340 einschliesslich identifizierbare immaterielle Vermögenswerte wie Markennamen, Kundenbeziehungen, Technologien, Software und Auftragsbestand von TCHF 184 655. Der Goodwill, d. h. die nicht identifizierbare immateriellen Vermögenswerte, beträgt demnach TCHF 141 503. Im Gegensatz zu einer Übernahme gegen bar erfolgt die Begleichung des Kaufpreises von TCHF 346 843 vor allem durch Ausgabe von 12 504 623 neuen Aktien im Nennwert von TCHF 625.2 und zum Fair Value von TCHF 331 998. Die Auswirkungen der Fusion auf die flüssigen Mittel sind deshalb beschränkt. Sie ergeben sich aus den übernommenen flüssigen Mitteln von 3 S von TCHF 46 294 abzüglich des Wertes von Mitarbeiteroptionen und dem bezahlten Spitzenausgleich von TCHF 41. In der Geldflussrechnung ergab sich ein Nettogeldzufluss aus Fusion von TCHF 46 924.
- **Ausmass der definitiven Kapitalerhöhung:**
Zur Bereitstellung der Umtauschaktien wurden 12 504 623 MBT-Aktien zu CHF 0.05 = TCHF 625 231 ausgegeben. Es musste somit nicht der von der Generalversammlung maximal bewilligte Aktienkapitalerhebungsbetrag von TCHF 653 138 beansprucht werden.

Rechnungslegung

Für die Darstellung der Aspekte der Rechnungslegung sind drei Phasen zu unterscheiden.

- Vorbereitung der Fusion,
- Vollzug der Fusion,
- Offenlegung der Fusionsvorgänge in der ordentlichen Finanzberichterstattung.

Die Rechnungslegung betrifft einerseits den Einzelabschluss der übertragenden und der übernehmenden Gesellschaft. Bei grösseren Gesellschaften handelt es sich dabei um die Abschlüsse einer reinen Holdinggesellschaft. Grössere Gesellschaften sind in der Regel Glieder eines Konzerns, weshalb die Fusion auch in der Konzernrechnung zu erfassen ist.

Rechnungslegung in der Vorbereitungsphase

Nach FusG 7 I stellen die Bilanzen der beteiligten Gesellschaften eine wesentliche Grundlage zur Bewertung dieser Gesellschaften und damit zur Bestimmung des Umtauschverhältnisses dar. Der Gesetzgeber geht somit von der realitätsfremden Annahme aus, dass keine Konzernverhältnisse bestehen und der aus der Bilanz von operativen Gesellschaften abzuleitende Substanzwert bestimme massgeblich das Umtauschverhältnis.⁴⁰⁵

Damit möglichst aktuelle Werte für die Fusion vorliegen, verlangt das FusG beim Abschluss des Fusionsvertrages eine Zwischenbilanz, wenn der Bilanzstichtag mehr als sechs Monate zurückliegt oder wenn seit der letzten Bilanz wesentliche Änderungen der Vermögenslage eingetreten sind. Das FusG bezeichnet diese Bilanz etwas umständlich als »der Fusion zu Grunde liegende Bilanz«. In der HRegV 131 wird dafür die Bezeichnung »**Fusionsbilanz**« verwendet. Bei der Anmeldung zum Handelsregistereintrag ist die Fusionsbilanz und gegebenenfalls eine Zwischenbilanz der übertragenden Gesellschaft als Beleg dem Handelsregisteramt einzureichen. Für die Zwischenbilanz sind die handelsrechtlichen Vorschriften des Rechnungslegungsrechts massgebend.

Rechnungslegung beim Vollzug der Fusion

Beim Vollzug wird die Bilanz der übertragenden Gesellschaft mit jener der übernehmenden Gesellschaft vereinigt. Zwischen dem Aktivenüberschuss nach dem Fusionsvertrag und dem Umfang der Kapitalerhöhung zur Abwicklung des Aktienumtausches entsteht eine Differenz:

Aktivenüberschuss > Aktienkapitalerhöhung = **Fusionsagio**

Aktivenüberschuss < Aktienkapitalerhöhung = **Fusionsmehrwert (Goodwill)**

In der *Konzernrechnung* wird die Fusion als Erstkonsolidierung behandelt (IFRS 3). Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Rechnungslegungsgrundsätze der Konzerne abweichen können, wenn die fusionierenden Konzerne unterschiedliche Rechnungslegungsstandards anwenden. Konsolidiert werden alle Vermögens- und

405 Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht, Zürich, 2010, S. 364.

Fremdkapitalpositionen von 3 S. Der Saldo entspricht dem Eigenkapitalzuwachs im Konzern, welcher sich auf das Aktienkapital von TCHF 625 und Kapitalreserven von TCHF 391 972 aufteilt. In der Konzernrechnung erscheinen nicht die Buchwerte des Beteiligungskontos der Holding, sondern die Fair Values der einzelnen Positionen der Aktiven und des Fremdkapitals. Die Differenz teilt sich auf in das Aktienkapital (TCHF 625, gleicher Betrag wie in der Holdingbilanz) und den wesentlich höheren Kapitalreserven.

Im Einzelabschluss der *Holding* erscheinen die in der »der Fusion zu Grunde liegenden Bilanz« erfassten einzelnen Positionen der Aktiven und des Fremdkapitals.

Nettoaktiven/Aktienkapital	0.625 Mio. CHF
Nettoaktiven/gesetzliche Kapitalreserven	69.375 Mio. CHF

Der Betrag der Aktienkapitalerhöhung von CHF 0.625 Mio. entspricht der Ausgabe der für den Umtausch bestimmten 12 504 623 Aktien. Die Differenz zwischen Aktivüberschuss und Aktienkapital wird als Fusionsagio über die gesetzliche Kapital einlagerreserve verbucht.

Offenlegung der Fusion

Die Fusionsvorgänge sind in der ersten Finanzberichterstattung zur Konzernrechnung nach IFRS 3 ausführlich darzustellen, u. a. durch Offenlegung der einzelnen übernommenen Positionen der Aktiven und des Fremdkapitals, der Aufteilung des Aktivüberschusses in Aktienkapital und Kapitalreserven und allfällige weitere Positionen des Eigenkapitals in der Tabelle »Nachweis des konsolidierten Eigenkapitals«. Im Einzelabschluss der Holding ist nach OR ein separater Nachweis der Fusionsvorgänge nicht verlangt.

Die Absorptionsfusion von 3 S durch MBT konnte ausführlich dargestellt werden, weil im Fusionsbericht die vollständige Fairness Opinion von Ernst & Young beigelegt wurde und die Vorgänge aufgrund der IFRS-Rechnungslegungsstandards ausführlich offengelegt werden mussten. Die Aktien der Solarindustrie haben sich 2009 durch eine kräftige Hausse ausgezeichnet (MBT + 98 % bei einem Anstieg des SPI um nur 0.5 %). Der Finanzmarkt hat die Absorption von 3 S durch MTB positiv aufgenommen. Der Börsenkurs von 3 S kletterte daher wegen der bezahlten Kontrollprämie nach Ankündigung der Fusion um 24 % auf die Höhe des Umtauschverhältnisses.

17 Going Private

17.1 Begriffe und Gründe

In den letzten Jahren ist, ausgehend von den Vereinigten Staaten, vermehrt auch der umgekehrte Vorgang des Going Public, das Going Private, auch *Public to Private* (PtP) genannt, festzustellen.

Going Private bedeutet die vollständige Rückführung einer börsenkotierten Gesellschaft in das ausschliessliche Eigentum eines beschränkten Personenkreises unter nachfolgender Dekotierung (Delisting) der Aktien.

Für den Entscheid der beherrschenden Aktionäre, eine börsenkotierte Publikumsgesellschaft in eine private Aktiengesellschaft zurückzuführen, gibt es verschiedene Motive. Im Vordergrund stehen die mit den steigenden regulatorischen Anforderungen verbundenen Aufwendungen der Börsenkotierung (umfangreichere Finanzberichterstattung, Börsenvorschriften) sowie die Exposure gegenüber Konkurrenten, Finanzanalysten und Wirtschaftspresse, mit dem Druck der Finanzmärkte regelmässig steigende Gewinne ausweisen zu müssen. Bei tiefen Handelsvolumina von Aktien unechter Publikumsgesellschaften mit zufälliger Kursbildung rechtfertigt sich vielfach eine Börsenkotierung nicht mehr. Besteht keine Lücke bei der Deckung des Eigenkapitalbedarfs, ist die Gesellschaft auch nicht auf den Aktienmarkt als Finanzierungsquelle angewiesen.

Going Private kann auch einen Schlusstrich unter ein wenig erfolgreiches und unzweckmässiges Going Public darstellen.⁴⁰⁶ Verschiedene Fälle des Going Private setzen bei unechten Publikumsgesellschaften mit einer Konzernobergesellschaft als Hauptaktionär mit der Übernahme einer Kontrollmehrheit ein. Diese wird später in einem oder mehreren Schritten zur 100 %-Beteiligung ausgebaut.

Der Wunsch der Muttergesellschaft bzw. der Konzernleitung nach einem grösseren Handlungsspielraum bei der Führung von Konzerngesellschaften führt unausweichlich zum Entscheid, die verbleibenden Minderheitsaktionäre auszukaufen

406 Als Beispiel kann das Going Public von Metraux erwähnt werden. Die Aktien Metraux Services wurden im Jahr 2000 zu CHF 300 mit einem IPO auf dem Markt platziert und 2009 im Rahmen eines Übernahmeangebotes zu CHF 112 zurückgekauft.

und die Aktien durch **Dekotierung** von der Börse zu nehmen. Das **Squeeze-out-Verfahren** bei Erreichung von 98 % der Stimmrechte und die Möglichkeit einer Fusion mit Barabfindung bei Erreichen von 90 % der Stimmrechte (FusG 18 V) hat dem Going Private in den letzten Jahren eindeutig Auftrieb gegeben.

17.2 Abwicklung

Bei börsenkotierten Gesellschaften ist ein Going Private in der Form eines öffentlichen Kaufangebotes der Aktionäre oder der Gesellschaft durchzuführen.

Demgemäss sind die Vorschriften von FinFraG 125 ff. zu beachten. Insbesondere muss der Angebotspreis angemessen festgelegt werden. Zur Sicherstellung der Transparenzansprüche der Aktionäre ist deshalb eine Fairness Opinion unumgänglich. Ein erfolgreiches Going Private setzt neben einem attraktiven Kaufpreis überdies eine Transaktionsstruktur voraus, welche für die andienenden Aktionäre keine negativen Steuerfolgen auslöst. Aufgrund der Börsenvorschriften ist zu beachten, dass im Übernahmeangebot auch Angaben zur Finanzierung erforderlich sind. Es ist möglich, dass der Mehrheitsaktionär das Kaufangebot durch eine Dividendenausschüttung aus der Zielgesellschaft finanziert, was voraussetzt, dass die Gesellschaft über hohe flüssige Mittel und im Umfang über ausschüttbares Eigenkapital verfügt (nicht gebundene Reserven). Die Variante Going Private durch ein Rückkaufsangebot an die Publikumsaktionäre mit anschliessender Reduktion und Vernichtung der Aktien durch Kapitalherabsetzung ist nicht zuletzt aus steuerlichen Überlegungen wenig verbreitet.

Beispiele Ausgewählte Motive für Going-Private-Transaktionen Bucherer: Kein Kapitalbedarf, tiefer Free Float

Die Schmuck- und Uhrenhandelsgruppe Bucherer AG platzierte 1986 von 50 000 PS zu nom. CHF 50 zum Preis von CHF 600. 200 000 PS werden privat gehalten. Die Titel wurden im Nebensegment der SWX gehandelt. Ein erster Versuch eines Going Private erfolgte im Januar 1997 mit einem Rückkaufsangebot zu CHF 625. Der Alleinaktionär J. Bucherer verfügte zu diesem Zeitpunkt über 210 922 der insgesamt 250 000 PS. Der Börsenkurs betrug im Zeitpunkt des Kaufangebotes CHF 530. Der Angebotspreis lag 29 % über dem – allerdings tieferen – Durchschnittskurs der letzten sechs Monate. Das Rückkaufsangebot für die 39 078 PS wurde damit begründet, dass die Gesellschaft keinen entsprechenden Kapitalbedarf mehr habe. Das Angebot wurde angesichts des geschätzten Substanzwertes des Titels von rund CHF 1 200 als völlig ungenügend betrachtet, sodass nur 9 420 PS angedient worden sind. Am 25.9.2000 erfolgte von J. Bucherer eine Voranmeldung für den zweiten Versuch eines Rückkaufsangebots für die sich zu diesem Zeitpunkt noch im Publikum befindlichen 19 261 PS zum Preis von CHF 1 500 bei einem Börsenkurs von CHF 1 150. Auf dem Durchschnittskurs der

letzten 12 Monate betrug die erheblich verbesserte Prämie 55.9 %. Die offizielle Begründung lautete: »Mit dem Kaufangebot beabsichtigt J. Bucherer, die unternehmerische Flexibilität der Bucherer AG zu optimieren und den Charakter der Gesellschaft als reines Familienunternehmen wieder uneingeschränkt Gewicht zu verleihen.« In der Angebotsfrist vom 16.10. bis 27.10.2000 wurden vorerst jedoch nur 1 916 PS angeboten. Erst in der Nachfrist bis 11.11.2000 wurde vom PS-Kaufangebot in einem grösseren Umfang Gebrauch gemacht, sodass bis auf 318 Titel das gesamte PS-Kapital zurückgekauft werden konnte. Die vom aBEHG für einen Squeeze-out vorgeschriebene Limite von 98 % war damit klar überschritten. Zu Beginn des Jahres 2001 konnte das gerichtliche Kraftloserklärungsverfahren eingeleitet werden.⁴⁰⁷

Eine Analyse zeigt, dass nicht wenige schweizerische Gesellschaften die Aufwendungen mit der Börsenkotierung auf sich nehmen, ohne von der Finanzierungsfunktion des Kapitalmarktes zu profitieren. Offenkundig sind die mit dem *Staying Public* verbundenen Vorteile wie ein erhöhter Bekanntheitsgrad, die öffentliche Kontrolle durch die Finanzmarktteilnehmer und damit eine erhöhte Kreditwürdigkeit sowie kotierte Aktien als Akquisitionswährung nicht zu unterschätzen.⁴⁰⁸ Halten bei grösseren Gesellschaften die Publikumsaktionäre noch einen beachtlichen Anteil am Aktienkapital, können die Familienmehrheitsaktionäre bei hoch bewerteten Gesellschaften die für das Kaufangebot mit Delisting erforderlichen erheblichen Mittel oft gar nicht aufbringen.

**Beispiele Ausgewählte Motive für Going-Private-Transaktionen
Canon (Schweiz): Bereinigung der Konzernstruktur durch stufenweise Erhöhung der Beteiligung**

Der japanische Canon-Konzern übernahm über die europäische Holding mit Sitz in den Niederlanden vorerst 1993 36 %, 1996 51 % des Aktienkapitals der börsenkotierten Walter Rentsch Holding. Nach einem öffentlichen Kaufangebot wurde die Beteiligung 2002 auf 81 % ausgebaut. Bis 2009 erfolgten weitere Zukäufe bis auf 98 %, sodass ein weiteres Kaufangebot erfolgte. Nachdem die Canon Europa N. V. über 99.65 % der Aktien verfügte, wurden die nicht angedienten 7 365 Namenaktien dekotiert und 2010 kraftlos erklärt.⁴⁰⁹

407 Quelle: Öffentliches Kaufangebot, diverse Presseartikel.

408 Lütolf, Ph./Neumann, A.: Going Private vs. Staying Public, in: ST 10/04, S. 827.

409 Quelle: Öffentliches Kaufangebot vom 1.10.2009, diverse Presseartikel.

18 Sanierung

18.1 Begriffliche Grundlagen

Eine über längere Zeit anhaltende Erosion der Ertragskraft wegen ungenügenden Umsätzen und Margen (insbesondere Bruttogewinn- und EBIT-Marge), häufig verbunden mit einer fehlerhaften Finanzierungsstruktur und Liquiditätsschwierigkeiten, haben für Unternehmungen vor allem bei einem konjunkturellen Abschwung zwangsläufig Bilanzverluste und eine ungenügende Zahlungsbereitschaft zur Folge. Die Unternehmung gerät dadurch in eine existenzbedrohende Krise. Wenn Störungen nicht aus eigener Kraft durch Korrekturmassnahmen behoben werden können, führen sie zu eigentlichen Unternehmungskrisen.⁴¹⁰

Für die Aufsichts- und Leitungsorgane ist vor allem eine Liquiditätskrise Anlass, besondere Massnahmen zur Restrukturierung und Sanierung zu ergreifen. Wie die Erfahrung zeigt, erfolgt dies häufig viel zu spät. Es ist deshalb unerlässlich, Unternehmungskrisen frühzeitig zu erkennen. Als hierfür besonders geeignete Instrumente haben sich in der Praxis die zur Überwachung der Rentabilität (Margen) und der Liquidität bekannten Kennzahlen erwiesen. Aufmerksam ist auch die Beanspruchung der offenen Kreditlimiten, sowie die Einhaltung der Covenants zu beobachten.⁴¹¹

Für die Bewältigung von Unternehmungskrisen wird hin und wieder auch die Bezeichnung Turnaround Management verwendet.⁴¹² Grundsätzlich handelt es sich beim Turnaround um die Neuausrichtung des Unternehmens unter veränderten Bedingungen durch Änderungen der Aktivitäten, der Aufwandstruktur oder der Strategie zur nachhaltigen Wiederherstellung einer gesunden Finanz- und Ertragslage.

Mit dem Turnaround Management oder der Restrukturierung nicht zu verwechseln ist die Umstrukturierung von Unternehmen. **Umstrukturierungen** sind Gegenstand des Fusionsgesetzes und betreffen im Normalfall mit Ausnahme der Sanierungsfusion keine Unternehmungen in finanziellen Schwierigkeiten, sondern

410 Leupin, U.: Turnaround von Unternehmen, Bern 1998, S. 39: Leupin unterscheidet noch die Unternehmungskatastrophe, d. h. eine existenzvernichtende Situation.

411 KPMG Schweiz: Früherkennung und Überwindung von Unternehmungskrisen, Zürich 2004.

412 Müller-Ganz, J.: Turnaround – Restrukturierung und Sanierung von Unternehmen, Zürich 2004.

die Anpassung der rechtlichen Unternehmensstrukturen an veränderte Rahmenbedingungen.

Vielfach ist vor den finanziellen und operativen Sanierungsmassnahmen eine **Bilanzbereinigung** vorzunehmen, weil die Bilanz in einer Unternehmungskrise nicht mehr die wirkliche Vermögens- und Finanzlage wiedergibt. Eine Überprüfung der Bewertung, verbunden mit der Beseitigung des Bilanzverlustes ist unumgänglich. Als Folge der Bilanzbereinigung drängen sich die Wiederherstellung einer ausreichenden Eigenkapitalbasis und die Stärkung der Liquidität durch eine Zuführung von flüssigen Mitteln auf. Für diese Massnahmen wird als Sammelbezeichnung der Begriff der **Sanierung** verwendet. Sanieren bedeutet im allgemeinen Sprachgebrauch das Gesundmachen einer wirtschaftlich notleidenden Unternehmung. Auch das Aktienrecht verwendet die Begriffe Sanierung und Sanierungsmassnahmen nach OR 725 ff., ohne diese zu definieren.

Rechtlich umfasst die **Sanierung** alle Massnahmen mit dem Ziel, den Fortbestand der Gesellschaft zu sichern und eine Liquidation zu vermeiden. *Betriebswirtschaftlich* umfasst die Sanierung alle Massnahmen zur Behebung der einer notleidenden Unternehmung anhaftenden, existenzgefährdenden Schwächen und zur Wiederherstellung der Ertragskraft.

Im Zusammenhang mit den rechtlichen Vorschriften zur Sanierung verwendet der Gesetzgeber im Aktienrecht verschiedene Begriffe:

Ein **Bilanzverlust** ist der aus den Jahresverlusten entstandene Fehlbetrag zwischen den Passiven (Verbindlichkeiten) und den ordnungsgemäss bewerteten Aktiven (Vermögenswerten).

Bei einem Bilanzverlust ist das buchmässige Eigenkapital nicht mehr voll gedeckt.

Der Bilanzverlust wird, wenn er nicht mehr über die offenen Reserven ausgebucht werden kann, in der Bilanz als aktiver Berichtigungsposten zum Grundkapital aufgeführt oder bei betriebswirtschaftlicher Betrachtungsweise vom Grundkapital subtrahiert. Rechtlich handelt es sich dabei allerdings nicht um eine Reduktion des Aktien- bzw. Stammkapitals. Diese ist erst vollzogen, wenn die gesetzlichen Verfahren durchgeführt worden sind.

Nach OR 959a II Ziff. 3 ist das Eigenkapital wie folgt darzustellen:

- Grund-, Gesellschafter- oder Stiftungskapital, gegebenenfalls gesondert nach Beteiligungskategorien,
- gesetzliche Kapitalreserve,
- gesetzliche Gewinnreserve,
- freiwillige Gewinnreserven,
- eigene Kapitalanteile als Minusposten,

- Gewinnvortrag oder Verlustvortrag als Minusposten,
- Jahresgewinn oder Jahresverlust als Minusposten.

Nach dieser Mindestgliederung sind Verlustvorträge und ein Jahresverlust als Minuspositionen im Eigenkapital darzulegen. Nach OR 674 I müssen Verluste zuerst mit Gewinnvorträgen, dann mit den freiwilligen Gewinnreserven und dann mit den gesetzlichen Gewinnreserven verrechnet werden. Weiter kann eine Dividende nach OR 672 I nur ausgeschüttet werden, wenn ein Verlustvortrag ausgeglichen worden ist.

Der Begriff Unterbilanz wird wie folgt verstanden:

Eine **Unterbilanz (ohne gesetzliche Folgen)** liegt vor, wenn das nominelle Grundkapital (Aktien- und Partizipationskapital) nicht mehr voll gedeckt ist bzw. die Reserven vorhandene Verluste nicht mehr zu decken vermögen.

Sofern stille Reserven vorhanden sind, so können diese zur Ausgleicheung von Unterbilanzen verwendet werden.

Beispiel Unterbilanz N AG, Industrielle Unternehmung (Alle Angaben in TCHF)

Flüssige Mittel	260
Forderungen L + L	27
Vorräte	2 531
Übriges Umlaufvermögen	185
Umlaufvermögen	3 003
Sachanlagen	1 700
Immaterielle Vermögenswerte	343
Übriges Anlagevermögen	46
Anlagevermögen	2 089
Verbindlichkeiten L + L	1 162
Kfr. Bankverbindlichkeiten	187
Kfr. Rückstellungen	100
Kfr. Fremdkapital	1 449
Lfr. Fremdkapital	2 000
Fremdkapital	3 449
Aktienkapital	1 709

Allg. Reserve	795
./. Bilanzverlust	861
Eigenkapital	1 643
Bilanzsumme	5 092
Nachweis Unterbilanz	
Nominelles Aktienkapital	1 709
./. Bilanzverlust	861
Unterbilanz	848

Es handelt sich aktienrechtlich um eine **echte Unterbilanz**, aber ohne gesetzliche Folgen, denn der Bilanzverlust liegt deutlich unter der Hälfte des Grundkapitals und der gesetzlichen Reserven von TCHF 1 285. **Echt** ist die Unterbilanz, weil der Bilanzverlust im Gegensatz zu einer **unechten Unterbilanz** nicht mehr über die offenen Reserven vollständig ausgebucht werden kann.

Eine rote Alarmlampe leuchtet aus der Sicht des Gesetzgebers auf nach OR 725a I, wenn das Eigenkapital als Folge von Verlusten ein bestimmtes Mass, nämlich die Hälfte des Grundkapitals und der gesetzlichen Reserven unterschreitet. In diesem Fall liegt ein **hälftiger Kapitalverlust** vor.

Ein **hälftiger Kapitalverlust (Unterbilanz mit gesetzlichen Folgen nach OR 725a I)** entsteht, wenn die Aktiven abzüglich des Fremdkapitals (Verbindlichkeiten) die Hälfte des Grundkapitals und der gesetzlichen Reserven (zwingende gesetzliche Gewinnreserven, gesetzliche Kapitalreserven und allenfalls Aufwertungsreserve) nicht mehr gedeckt ist.

Für die Berechnung des hälftigen Kapitalverlustes ist die Bilanz zu Fortführungswerten massgebend. Hierzu ist nach dem Rechnungslegungsrecht massgeblicher Jahresabschluss zu erstellen. Die stillen Reserven sind, sofern solche bei einer knappen Eigenkapitalausstattung überhaupt noch vorhanden sind, für die Ermittlung des Schwellenwertes nach OR 725a I nicht zu berücksichtigen.

Beispiel Häftiger Kapitalverlust, Mikron Holding, Biel⁴¹³ (Alle Angaben in Mio. CHF)

	Jahr 1	Jahr 2
Flüssige Mittel	9	23
Übriges Umlaufvermögen	23	22
Umlaufvermögen	32	45
Beteiligungen	148	112
Darlehen Konzern	151	87
Darlehen Dritte	13	12
Anlagevermögen	312	211
Bilanzsumme	344	256
Kurzfristige Verbindlichkeiten	6	19
Kurzfristige Darlehen Konzern	14	22
Bankschulden	36	57
Privatplatzierung	102	99
Langfristige Darlehen Konzern	22	24
Rückstellungen	36	5
Fremdkapital	216	226
Aktienkapital	64	64
Allgemeine Reserve	100	64
./. Bilanzverlust	-36	-98
Eigenkapital	128	30
Bilanzsumme	344	256
Nachweis hälftiger Kapitalverlust nach gültigen Aktienrecht im Jahr 1		
Aktiven		344
Fremdkapital		-216
Nettoaktiven		128

413 Geschäftsjahre 2000 (Jahr 1) und 2001 (Jahr 2). Aktienrechtlich ist die Bilanz der Holding als Legal Entity für die Anwendung von aOR 725 relevant. Betriebswirtschaftlich zahlt die Konzernbetrachtung, aber es gibt juristisch kein Konzernsanierungsrecht. Zu diesem Zeitpunkt hat noch aOR 725 seine Gültigkeit.

50 % von Aktienkapital und gesetzliche Reserven (Aktienkapital + 50 % der gesetzlichen Reserven /2 = 64 + 32/2 = 48)	48
--	----

Nachweis hälftiger Kapitalverlust nach gültigen Aktienrecht im Jahr 2

Aktiven	256
Fremdkapital	-226
Nettoaktiven	30
50 % von Aktienkapital und gesetzliche Reserven (Aktienkapital + 50 % der gesetzlichen Reserven /2 = 64 + 32/2 = 48)	48

Es liegt kein hälftiger Kapitalverlust im Jahr 1 vor, sondern eine unechte Unterbilanz. Die Reserven decken den Verlust noch. Im Jahr 2 besteht jedoch ein hälftiger Kapitalverlust, da die Hälfte des Aktienkapitals und der gesetzlichen Reserven nicht mehr mit den Nettoaktiven (effektiven Eigenkapital) gedeckt ist.

Nach OR 725a I muss der Verwaltungsrat Sanierungsmassnahmen ergreifen und agiert mit der notwendigen Eile. Weiter muss die Jahresrechnung durch nach OR 725a II geprüft werden.

Eine **Überschuldung** (OR 725b) liegt vor, wenn die vorhandenen Aktiven das Fremdkapital nicht mehr voll decken.

Die Überschuldung tritt im Allgemeinen schlagartig ein, wenn die Fortführung der Unternehmung nicht mehr gewährleistet ist und vom Going-Concern-Konzept der Bewertung in der geprüften Zwischenbilanz zu Fortführungs- und Veräusserungswerten strengere Massstäbe angewendet werden müssen. Das heisst, bei begründeter Besorgnis für eine Überschuldung ist eine Zwischenbilanz zu Fortführungs- und Veräusserungswerten zu erstellen nach OR 725b. Sofern die Annahme für die Fortführung bestehen bleibt, ist die Zwischenbilanz nur zu Fortführungswerten zu erstellen. Die Zwischenbilanz ist zu prüfen. Ergibt die Einsicht, dass in beiden Bilanzen eine Überschuldung besteht, ist der Verwaltungsrat verpflichtet, beim Richter die überschuldungsanzeige einzureichen und die Bilanz zu hinterlegen. Dieser Vorgang wird in der Praxis häufig als **Bilanzdeponierung** bezeichnet. Nach OR 725b IV kann die Benachrichtigung unterbleiben, wenn innert 90 Tagen die Überschuldung beseitigt werden kann oder ein Rangrücktritt mit Gesellschaftsgläubigern beigebracht werden kann.

Beispiel Überschuldung Mikron Holding, Biel⁴¹⁴ (Alle Angaben in Mio. CHF)

	Jahr 2
Flüssige Mittel	23
Übriges Umlaufvermögen	22
Umlaufvermögen	45
Beteiligungen	80
Darlehen Konzern	87
Darlehen Dritte	12
Anlagevermögen	179
Bilanzsumme	224
Kurzfristige Verbindlichkeiten	19
Kurzfristige Darlehen Konzern	22
Bankschulden	57
Privatplatzierung	99
Langfristige Darlehen Konzern	25
Rückstellungen	5
Fremdkapital	227
Aktienkapital	64
Allgemeine Reserve	64
./. Bilanzverlust	-131
Eigenkapital	-3
Bilanzsumme	224
Nachweis Überschuldung nach gültigen Aktienrecht im Jahr 2	
Aktiven	224
Fremdkapital	-227
Nettoaktiven	-3

414 Im Hinblick auf OR 725 bereinigte Bilanzwerte für das Geschäftsjahr 2. Zu diesem Zeitpunkt hat noch aOR 725 seine Gültigkeit. Quelle: Finanzielle Berichterstattung 2002 der Mikron Gruppe.

Mit dem Vorschlag zur Revision des Aktienrechts 2007 wird neu der Begriff der Zahlungsunfähigkeit, im deutschen Recht **Insolvenz** genannt, eingeführt.

Die **Zahlungsunfähigkeit** (OR 725) ist gegeben, wenn eine Gesellschaft ihre fälligen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr erfüllen kann.

Die zahlungsunfähige (illiquide) Unternehmung hat zu geringe flüssige Mittel und kann auch keine Überbrückungskredite mehr beschaffen. Im schlimmsten Fall verlangt die Bank sogar die Rückführung von Krediten. Zur Feststellung der Zahlungsunfähigkeit ist ein Liquiditätsplan für die nächsten zwölf Monate zu erstellen. Die Unternehmung muss als zahlungsunfähig betrachtet werden, wenn in diesem Zeitraum die fälligen Verbindlichkeiten den Bestand an flüssigen Mitteln und offenen Kreditlinien übersteigen.

Nach OR 725 I muss der Verwaltungsrat die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens überwachen. Hierzu bedarf es des Liquiditätsplans, der die unterjährigen Zu- und Abflüsse aufzeigt. Soweit erforderlich, ergreift er dann die notwendigen Massnahmen, um die Zahlungsfähigkeit zu sichern.

18.2 Krisensymptome und -ursachen

Unternehmungskrisen werden durch strukturelle, konjunkturelle oder führungs-mässige Schwierigkeiten ausgelöst. Sie bewirken in der Folge eine finanzielle Notlage. Diese kann sich in der Zahlungsunfähigkeit, einer ungenügenden Rentabilität, einer Unterbilanz oder einer Überschuldung äussern und zwingt die Unternehmensführung, Massnahmen zur Sanierung zu ergreifen.

Unabdingbare Voraussetzungen für eine erfolgreiche Sanierung ist die **Sanierungswürdigkeit**⁴¹⁵ (Interesse aller Stakeholder am Fortbestand der Unternehmung, Einsatz und Redlichkeit der Unternehmensführung) und die Sanierungsfähigkeit.⁴¹⁶ Eine Unternehmung ist sanierungsfähig, wenn durch Sanierungsmassnahmen die finanzielle Stabilität und eine ausreichende Ertragskraft wiederhergestellt werden können.

Es ist in jedem Fall zu prüfen, ob die Ursachen, die für die Notlage verantwortlich sind, auch tatsächlich behoben werden können. Deshalb ist die Kenntnis der Sanierungsursachen⁴¹⁷ von grösster Wichtigkeit. Dabei kann man unterscheiden

415 Märki, M.: Die Sanierung von krisenbetroffenen Grossunternehmen aus der Sicht der Gläubigerbank, Bern 2004, S. 52.

416 Meyer, A.: Die Beurteilung der Sanierungsfähigkeit von ertragsschwachen oder insolventen Unternehmen, Bern 2003, S. 110 ff.

417 Leupin, U.: Turnaround von Unternehmen, Bern 1998, S. 58–60, anhand einer Checkliste zu den Ursachen und Gründen der Unternehmungskrise.

zwischen internen und externen Ursachen einer Unternehmenskrise unterschieden werden:

Ursachen innerhalb der Unternehmung (interne oder endogene Ursachen)

- Falsche Unternehmungsgrößen, d. h. Über- oder Unterkapazität,
- mangelhafter Kapitalaufbau, z. B. Missverhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital (hohe Debt/Equity Ratio bzw. hohes Gearing, zu viel kurzfristiges Fremdkapital,
- fehlende oder unzuverlässige Liquiditätsplanung,
- unrationelle Betriebsorganisation,
- mangelhafte Strategieumsetzung,
- mangelhaftes Marketingkonzept bzw. Vertriebsstrukturen,
- unzuverlässiges Rechnungswesen, insbesondere fehlende oder zu wenig aussagekräftige Kostenrechnung,
- ungeeignete Unternehmungsleitung, lückenhafte Corporate Governance,
- deliktische Machenschaften von Mitarbeitern (Bilanzskandale, deliktische Handlungen),
- forcierte und durch Kreditaufnahme finanzierte Expansionspolitik, Probleme mit Tochtergesellschaften, z. B. wegen Garantieverpflichtungen, Patronatserklärungen, Verlustübernahmen.

Beispiel Kreditfinanzierte Expansion als Krisenursache Swiss Air Group⁴¹⁸

Dar. 42

Zahlen in Mio. CHF	1993	1998	1999	2000	2001*
Bilanzsumme	9 250	14 370	17 854	20 215	22 880
Fremdkapital	6 071	10 959	13 461	18 863	21 972
Eigenkapital	3 179	3 771	4 393	1 352**	908**
Debt-Equity-Ratio	1.9	2.9	3.1	13.9	24.2
Gesamtertrag	6 403	11 297	13 002	16 229	n. a.
Konzernergebnis	63	301	396	-2 876	n. a.

* nach Bilanzbereinigung wegen Neubeurteilung der wirtschaftlichen Lage

** nach Verlustausbuchung

418 Quelle: Geschäftsberichte Swiss Air Group.

Ursachen ausserhalb der Unternehmung (externe oder exogene Ursachen):

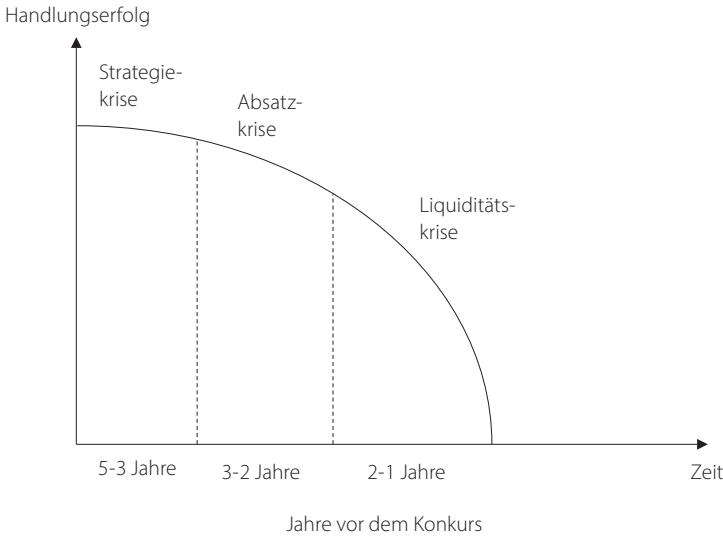
- Ursachen, die auf höhere Gewalt zurückzuführen sind, wie Krieg, Naturkatastrophen, Streiks u. a.,
- nicht rechtzeitig erkannter Technologiewandel,
- Umstrukturierung der Absatzmärkte durch Globalisierung, Marktsättigung, Kaufkraftverschiebung, Modeströmung, Erscheinen von Substitutionsgütern, Veränderung der Wechselkursparitäten u. a.,
- Änderung in der Wettbewerbslage durch Konkurrenzunternehmungen, die sich zu Konzernen zusammenschliessen, oder die Auflösung eines Preiskartells (Schweizerische Beispiele sind das Brauerei- oder das Bankenkartell),
- finanzieller Zusammenbruch eines Hauptabnehmers (Grosskunden),
- staatliche Massnahmen wie Preiserhöhungsverbote, Zollerhöhungen, Kontingentierung, Devisenbewirtschaftung, Einfuhrbeschränkungen auf Exportmärkten u. a.⁴¹⁹

Meistens sind mehrere Ursachen zusammen an der Notlage schuld. Liegen vorwiegend äussere Ursachen vor, so dürfte es schwerfallen, diese ohne grundlegende Reorganisationsmassnahmen und eine Neuorientierung der Unternehmungspolitik zu beheben. Es wird sich deshalb in solchen Fällen im Allgemeinen die Liquidation der Unternehmung aufdrängen.

Ist die Sanierungsfähigkeit und auch die Sanierungswürdigkeit gegeben, sollte die Sanierung gründlich durchgeführt werden, damit die Unternehmung nachher wieder nachhaltig lebensfähig ist. Wie Beispiele aus der Praxis zeigen, wird diesem Grundsatz nicht immer nachgelebt, sodass oft nach kurzer Zeit eine nochmalige Sanierung erforderlich ist. Es liegt auf der Hand, dass zwei aufeinander folgende Sanierungen das Vertrauen der Gläubiger und der Kunden in diese Unternehmung schwer erschüttern können. Wichtig ist ferner, dass eine notwendige Sanierung rechtzeitig vorgenommen und nicht zu lange hinausgeschoben wird.

Problematisch und anspruchsvoll ist die frühzeitige Erkennung einer Unternehmenskrise. Die Existenz von stillen Reserven verschleiert oft die wahre Entwicklung. Daher ist die Führung einer internen Jahresrechnung bzw. das Inventar von stillen Reserven sehr bedeutend neben der Führung eines Liquiditätsplans. Die Entwicklung einer Unternehmenskrise dann disruptiv oder langwierig erfolgen. Daher ist die Entwicklung frühzeitig zu erkennen, um die Handlungsfähigkeit zu behalten: Je früher eine Fehlentwicklung erkannt wird, desto grösser ist der Handlungsspielraum eines Unternehmens, um agieren zu können.

419 Ein geradezu klassisches Beispiel dieser Art ist das gesetzliche Spielautomatenverbot durch Volksbeschluss im Kanton Zürich im Frühjahr 1995. Dadurch fiel die Hauptertragsquelle des Spielautomatenbetreibers Escor AG weg.



Dar. 43: Von der strategischen Krise zur Liquiditätskrise (Quelle: in Anlehnung an Turnaround, Restrukturierung und Sanierung von Unternehmen, Müller-Ganz, J., Verlag Neue Zürcher Zeitung, 2004, S. 19)

Die Beherrschbarkeit und der Gestaltungsrahmen einer Krise nehmen mit zunehmendem Verlauf ab. Am Ende besteht eine akute Liquiditätskrise. Die grosse Herausforderung ist dabei die Erkennbarkeit der Unternehmenskrise: In der Regel wird die Krise erst bei der Liquiditätskrise ersichtlich, entstanden ist sie aber bereits mit einer Strategiekrisis, die schwierig zu erkennen ist.⁴²⁰

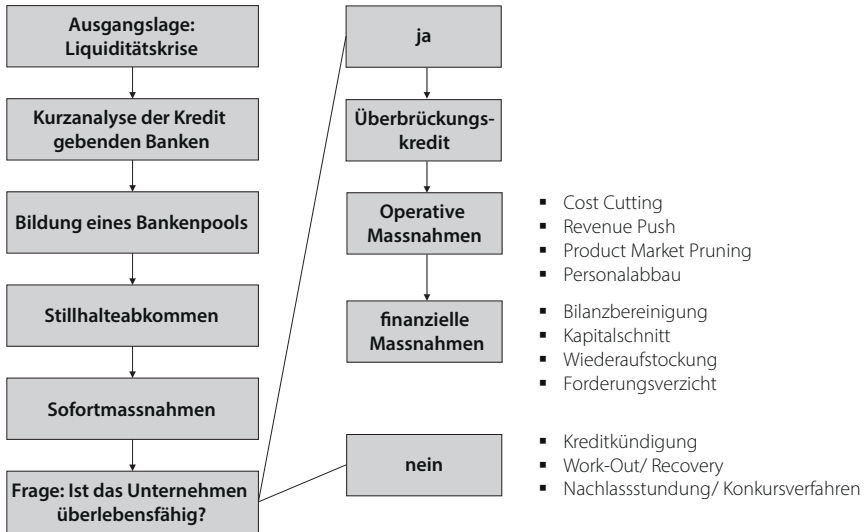
18.3 Vorgehen bei einer Sanierung

Das Vorgehen bei einer Sanierung hängt im Einzelfall naturgemäss erheblich von der Rechtsform, der Grösse und insbesondere vom Ausmass der Sanierungsbedürftigkeit des Unternehmens ab.

Das Ziel einer Sanierung ist die Wiederherstellung der Liquidität, der Ertragskraft und des Eigenkapitals. Der erste Schritt muss die Wiederherstellung der Liquiditätskraft sein. Dies ist in der Regel mit einem Abbau von Fixkosten und einer allgemeinen Kostenreduktion zu erreichen. Weiter ist die Ertragskraft zu stärken, indem das Unternehmen die Innovationskraft und die marktfähigen Produkte und Dienstleistungen anbieten kann. Weiter ist das Eigenkapital sicherzustellen durch die Auflösung von stillen Reserven oder Zuführung von frischem Eigenkapital durch die Eigentümer.⁴²¹

⁴²⁰ Müller-Ganz, J: Turnaround, Verlag neue Zürcher Zeitung, Zürich 2004, S. 19.

⁴²¹ Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, Zürich 2020, S. 13 f.



Dar. 44: Phasen einer Sanierung

Wie zuvor erwähnt, löst ein finanzieller Engpass den Entscheid der Aufsichts- und Leitungsorgane zum Ergreifen von Sanierungsmassnahmen aus. Dabei können folgende Phasen unterschieden werden:

Liquiditätskrise

Zur Behebung des Liquiditätsengpasses stehen intensive Gespräche mit den kreditgebenden Banken im Vordergrund, zumal bei Liquiditätsschwierigkeiten häufig Kreditlinien überschritten und Covenants nicht mehr eingehalten werden. Als existenzbedrohend erweisen sich in solchen Fällen Kreditkürzungen wegen verschlechterter Bonität des Unternehmens (Kundenrating). Diese führt überdies zu steigenden Zinsen, wodurch sich die Ertragskrise verschärft. Wichtig ist vor allem bei der Erfüllung von Zahlungsverpflichtungen die Gleichbehandlung der Gläubiger, um im Falle einer allfälligen Sanierung Anfechtungsklagen (Paulianische Anfechtungsklagen) zu vermeiden.⁴²²

Bildung eines Bankenpools

In der Regel sind mehrere Banken als Kreditgeber engagiert.⁴²³ Aus verschiedenen Gründen ist eine gegenseitige Abstimmung des Verhaltens gegenüber den Kredit-

⁴²² Überschuldungsanfechtungsklage, wenn eine noch nicht fällige Schuld zurückbezahlt wird oder nachträglich eine Sicherstellung erfolgt. Spühler, K./Dolge, A.: Schuldbetriebs- und Konkursrecht, Zürich 2007, S. 88.

⁴²³ Im Nachlassverfahren der Suter & Suter AG Basel im Frühjahr 1995 wurde bekannt, dass

nehmern unumgänglich. Durch Zusammenschluss (Rechtsform einer einfachen Gesellschaft, »Bankenpool« genannt) wollen die Banken vermeiden, dass sie durch ein unkontrolliertes Vorgehen einer einzelnen Bank benachteiligt werden. Die Bank mit dem grössten Engagement ergreift in der Regel dazu die Initiative. Wenig begehrt ist in diesem Zusammenhang – wegen des damit verbundenen Aufwandes – die Rolle der federführenden Bank.⁴²⁴ Weil die Poolsitzung ein zu schwerfälliges Gremium ist, wird die Ausarbeitung eines Sanierungskonzeptes einem besonderen Restrukturierungsausschuss (Task Force) übertragen, der die Spezialisten der Kreditgeberbanken (Credit Risk oder Recovery Management) mit den Vertretern der Unternehmung und allenfalls externen Beratern vereinigt.

Als erste Massnahme im Rahmen der bankinternen Spezialbetreuung wird in der Regel ein Zwischenabschluss in Auftrag gegeben mit Blick auf OR 725 ff. Zur Prüfung des Erfolgspotenzials der Not leidenden Unternehmung wird eine Unternehmensanalyse vorgenommen.⁴²⁵

Stillhalteabkommen

Mit einem Stillhalteabkommen verpflichten sich die Banken, sämtliche per ein bestimmtes Datum bestehenden Kreditlinien einstweilen bis zum festgelegten Termin weder fällig zu stellen noch geltend zu machen. Ebenso werden früher vereinbarte Amortisationszahlungen für die gleiche Periode sistiert. Solche Stillhalteabkommen sind meistens mit der Festlegung bestimmter Verhaltensweisen des Kreditnehmers verbunden. Im Allgemeinen bemühen sich die Banken, bei dieser Gelegenheit ihre Kreditposition im Rahmen der gesetzlichen Schranken (Vermeidung der paulianischen Anfechtung nach SchKG 285 bis 292) so gut wie möglich zu verbessern. Das Stillhalteabkommen ist nach Erhebungen in der Kreditpraxis auch bei Grossunternehmen der am häufigsten angewendete Sanierungsbeitrag von Banken.⁴²⁶

Operative Massnahmen

Eine gründliche Reorganisation der Funktionsbereiche Produktion und Absatz erfordert im Allgemeinen erhebliche Mittel. Es ist daher für das Gelingen der Gesundung entscheidend, dass diese Mittel im Rahmen des finanziellen Sanierungs-

32 Banken engagiert waren, in: Basler Zeitung vom 16.5.1995. Im Nachlassverfahren der Erb-Gruppe waren sogar 80 kreditgebende Banken mit einem Kreditvolumen von CHF 1.89 Mrd. betroffen, in: Sonntagszeitung vom 29.1.2012. Je grosser die Zahl der beteiligten Banken, desto schwieriger wird wegen der unterschiedlichen Interessen die Ausarbeitung eines Sanierungsplanes.

424 Lüthy, M.: Unternehmenskrisen und Restrukturierungen, Bern 1987, S. 234–242.

425 Siehe die entsprechende Checkliste bei Leupin, U.: Turnaround von Unternehmen, Bern 1998, S. 85–89.

426 Marki, M.: Die Sanierung von krisenbetroffenen Grossunternehmen aus der Sicht der Gläubigerbank, Bern 2004, S. 120.

programms in ausreichendem Umfang bereitgestellt werden, vorzugsweise in Form von Eigenkapital. Die Erfahrung zeigt, dass der Kapitalbedarf für eine Restrukturierung oft unterschätzt wird. Planerfolgsrechnungen und prospektive Geldflussrechnungen sollten deshalb in verschiedenen Varianten (optimistische/pessimistische Prognosen) erstellt werden. Unter den operativen Sanierungsmassnahmen sind oft die Veräusserung schlecht genutzter Kapazitäten sowie die Desinvestition von unrentablen Geschäftsbereichen ausschlaggebend.

Der Aufbau neuer Geschäftsbereiche zur Ertragssteigerung ist dagegen nicht kurzfristig möglich, weil die hierfür erforderlichen finanziellen Mittel nicht oder noch nicht ausreichend zur Verfügung stehen. Zu den schwierigen operativen Massnahmen einer Sanierung zählen jene im Bereich Mitarbeiter. Die arbeitsrechtlichen Rahmenbedingungen sind zu beachten bei Lohnkürzungen und Änderung der Arbeitsbedingungen, Kurzarbeit, Entlassungen sowie betreffend die Ansprüche aus der beruflichen Vorsorge bei Schliessungen und Teilliquidationen.⁴²⁷ Härtefälle von Mitarbeitern werden durch Sozialpläne vermieden oder gemildert.⁴²⁸

In privaten Aktiengesellschaften wird die Abwicklung einer Sanierung oft aus menschlich verständlichen Gründen durch Emotionen und Prestigeüberlegungen der in der Unternehmung tätigen Hauptaktionäre bewusst oder unbewusst erschwert.⁴²⁹

Nachfolgend werden lediglich die finanziellen Massnahmen behandelt. Da sich bei der Änderung der Eigenkapitalstruktur bei Personenunternehmungen keine besonderen rechtlichen und buchhalterischen Probleme ergeben, werden nur die Probleme von Aktiengesellschaft und GmbH behandelt. Für die GmbH sind grundsätzlich die Vorschriften der Aktiengesellschaft anwendbar. Jede Unternehmung in Zahlungsschwierigkeiten verursacht auch ihren Kreditgebern zahlreiche rechtliche und betriebswirtschaftliche Probleme. Die Sanierungsprobleme aus der Sicht der kreditgebenden Banken werden hier nicht behandelt.⁴³⁰

Ein wesentliches Problem ist, dass die Sanierung zu wenig tiefgreifend erfolgt, da die Situation zu wenig gründlich analysiert worden ist. Oft ist es zu spät und zu wenig saniert worden, was im Extremfall zum Untergang des Unternehmens führt.⁴³¹

427 Näheres siehe Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, Publikation Baker & McKenzie, Zürich 2008, S. 168 ff. Geiser, T.: Arbeitsrechtliche Fragen bei Sanierungen, in: Sanierung der AG, Zürich 2003, S. 145 ff.

428 Von Känel, A.: Grundlagen der Massenentlassung und des Sozialplans, in: Sanierung und Insolvenz von Unternehmen, Zürich 2011, S. 1 ff.

429 Als Beispiele kann auf die Publikation von Wehrhan Bianchi, B.: Banken gegen Raichle, Zürich 1995, und Buomberger, P.: Die Erb-Pleite, Zürich 2005, hingewiesen werden.

430 Räss, Hugo E.: Zur Restrukturierung von Unternehmungen aus der Sicht der kreditgebenden Bank, Bern 1993.

431 Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, Zürich 2020, S. 15 f.

18.4 Sanierungsplan als Voraussetzung für eine Sanierung

Nach der Analyse der Situation ist ein Sanierungsplan oder Sanierungskonzept zu entwickeln, der aufzeigt, wie die Sanierung vollzogen werden kann.⁴³² Der Sanierungsplan ist zeitlich machbar und sollte möglichst strukturiert aufgebaut werden. Damit ein Sanierungsplan insbesondere von den kreditgebenden Banken akzeptiert wird, sind folgende Voraussetzungen zu prüfen bzw. sicherzustellen:⁴³³

- **Glaubwürdigkeit des Sanierungsplans:** Damit die Kapitalgeber dem Sanierungsplan Vertrauen schenken können, sind die Annahmen realistisch anzusetzen. Hierzu müssen die Kapitalgeber zur Einsicht gelangen, dass der Sanierungsplan das Überleben des Unternehmens sichert. Hierzu zählen auch die Wechsel im Management eines Unternehmens.
- **Opfersymmetrie:** Nur wenn alle Kapitalgeber gleichbehandelt werden, kann ein Sanierungsplan überzeugend sein. Alle Kapitalgeber müssen ihren Beitrag zur Sanierung leisten. Dennoch ist bei Aktionären mit den grössten Verlusten zu rechnen.
- **Gleichbehandlung:** Die Kapitalgeber müssen alle gleich behandelt und auf dem gleichen Informationsstand sein, damit zwischen den Kapitalgebern Vertrauen gewährleistet kann.

18.5 Sanierung durch die Veränderung des Eigenkapitals

18.5.1 Rechtliche Aspekte

Schliesst die Erfolgsrechnung einer Personenunternehmung mit einem Verlust ab, so wird dieser über das Eigenkapital ausgebucht. Bei den Kapitalgesellschaften ist dies nicht möglich, weil das Aktienkapital bzw. GmbH-Stammkapital eine feste Grösse darstellt, die nicht ohne weiteres verändert werden kann. Neben dem Aktienkapital ist jedoch meistens noch zusätzliches Eigenkapital in der Form von offenen oder stillen Reserven vorhanden, das zum Ausgleich von Verlusten bestimmt ist. Es besteht jedoch keine Pflicht, einen Bilanzverlust den offenen Reserven zu belasten. Die Generalversammlung kann beschliessen, den Verlust auf neue Rechnung vorzutragen, was zu einer **unechten Unterbilanz** führt. Dieses Vorgehen hat aus finanzwirtschaftlicher Sicht den Vorteil, dass künftige Gewinne zuerst zum Ausbuchen des Bilanzverlustes verwendet werden müssen. Dies schränkt die rechtlichen Möglichkeiten zur Dividendenausschüttung nach OR 672

432 Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, Zürich 2020, S. 44.

433 Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, Zürich 2020, S. 44 ff.

I ein. Gewinne können nur ausgeschüttet werden, wenn die notwendigen Gewinnreserven gebildet worden sind. Und eine Reservebildung ist wiederum nach OR 672 I nur möglich, wenn Verlustvorträge beseitigt worden sind.

Sind die Reserven aufgebraucht, muss der Bilanzverlust auf neue Rechnung vorgetragen werden. Dies ist vor allem dann zweckmässig, wenn die Aussicht besteht, ihn aus zukünftigen Gewinnen wieder ausgleichen zu können. Dies hat insbesondere aus steuerrechtlichen Gründen nach DBG 67 I Vorteile, da diese mit künftigen Gewinnen verrechnet werden können. Falls sich die Ertragslage der Gesellschaft wider Erwarten nicht bessert, ist es jedoch ratsam, einen grösseren Verlustvortrag in der Bilanz durch Kapitalherabsetzung zu beseitigen, und zwar ausfolgenden Gründen:

- Ein echter Verlustvortrag diskreditiert die Unternehmung, besonders im Verkehr mit den Gläubigern.
- Wenn die Bilanz einen echten Bilanzverlust aufweist, kann keine Dividende ausgeschüttet werden, da die erzielten Gewinne zur Abtragung der Unterbilanz verwendet werden müssen, solange das Aktienkapital nicht mehr voll durch Aktiven gedeckt ist. Dauernde Dividendenlosigkeit drückt jedoch auf die Aktienkurse. Aktionäre, die ihre Aktien veräussern müssen, erleiden so unter Umständen einen grösseren Schaden als durch eine formelle Herabsetzung des Aktienkapitals und des Nennwertes der einzelnen Aktien. Ein dividendenloses Aktienkapital schädigt den allgemeinen Kredit der Unternehmung und erschwert deshalb die Beschaffung von neuem Eigen- oder Fremdkapital. Auch kann dies eine geplante Nachfolge erschweren.
- Wenn die Hälfte des Aktienkapitals und der gesetzlichen Reserven nicht mehr gedeckt ist, hat der Verwaltungsrat unverzüglich Sanierungsmassnahmen zu ergreifen oder – sofern notwendig – beruft eine Generalversammlung ein (OR 725 I, ebenso 820, 903 III). Es ist verständlich, dass der Verwaltungsrat jedoch nicht so lange zuwarten mochte, und es vorzieht, schon vorher die Unterbilanz zu beseitigen.

Nach OR 725c besteht im Weiteren die Möglichkeit einer Aufwertung von Beteiligung oder Liegenschaften über die Anschaffungs- oder Herstellkosten hinaus, um eine Verlustsituation auszugleichen. Diese Aufwertung ist eine reine bilanzielle Massnahme, womit diese die finanzielle Lage der Gesellschaft nicht verbessert und deshalb keine wirksame Sanierungsmassnahme darstellt (► Kap. 18.12).

Im Rahmen der Massnahmen bei Sanierungen kommt der genauen Beachtung der gesetzlichen Vorschriften bei hälftigem Kapitalverlust (OR 725b I), im Fall einer begründeten Besorgnis einer Überschuldung sowie bei einer Überschuldung (OR 725b III) im Hinblick auf die Verantwortlichkeit der Aufsichts- und Leitungsorgane⁴³⁴ eine grosse Bedeutung zu. Eine mögliche Erleichterung für den Schuldner ist

434 Glanzmann, L.: Die Pflichten des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung in finanziellen Krisensituationen, in: Sanierung der AG, Zürich 2003, S. 19 ff.

die Bestimmung, wonach auf eine Überschuldungsanzeige verzichtet werden kann, wenn Gesellschaftsgläubiger im Ausmass der Unterdeckung im Rang hinter allen anderen Gesellschaftsgläubigern zurücktreten (OR 725b IV Ziff. 2). Dieser **Rangrücktritt** ist ein zentrales Element im Rahmen der Sanierungsbemühungen. Er wird als solcher jedoch nicht als finanzielle Sanierungsmassnahme betrachtet, weil mit einem Rangrücktritt Unterbilanz und Überschuldung nicht beseitigt werden. Der Rangrücktritt erleichtert jedoch die Durchführung der Sanierung und verbessert dagegen die Liquidität der Gesellschaft, weil mit der Rangrücktrittsvereinbarung die entsprechenden Forderungen und die Zinsen gestundet sind. Deshalb können die anderen Verpflichtungen besser erfüllt werden.

Beispiel Rangrücktrittsvereinbarung⁴³⁵

Zwischen ... (nachfolgend »Gläubiger«)
und

... (nachfolgend »Gesellschaft«)

Der in der Bilanz per ... 20XX ausgewiesene Bilanzverlust und der schlechte Geschäftsgang der Gesellschaft geben Anlass zur Besorgnis, dass eine Zwischenbilanz eine Überschuldung ausweisen könnte.[Variante: Die aufgrund von Fortführungswerten errichtete Bilanz [Variante: Zwischenbilanz] der Gesellschaft per ...20XX weist eine Überschuldung von CHF ... aus.]

Der Verwaltungsrat der Gesellschaft erwartet jedoch, dass es ihm in absehbarer Zeit gelingt, die [mögliche] Überschuldung durch geeignete Massnahmen zu beseitigen.Um zu vermeiden, dass der Verwaltungsrat der Gesellschaft den Richter im Sinne von Art. 725 Abs. 2 OR benachrichtigen muss, vereinbaren die Parteien das Folgende:

1. Forderungen des Gläubigers im Gesamtbetrag von CHF ... werden gegenüber allen bereits bestehenden und zukünftig entstehenden Forderungen gegen die Gesellschaft im Rang zu-rückgestellt: Für den Fall der Konkursöffnung (Art. 175, Art. 192 SchKG) und für den Fall der Bestätigung eines Nachlassvertrages mit Vermögensabtretung (Art. 317 SchKG) verzichtet der Gläubiger auf die genannten Forderungen in dem Umfang, in dem das Verwertungsergebnis zur vollen Befriedigung der übrigen Gesellschaftsgläubiger und zur Deckung allfälliger Liquidations-, Stundungs- oder Konkurskosten benötigt wird. Ohne gegenteilige Vereinbarung sind alle im Rang zurückgestellten Forderungen gleichgestellt.Eingeschlossen in den Rangrücktritt sind auch alle auf den hier genannten Forderungen aufgelaufenen und künftig auflaufenden Zinsen. [Variante: Nicht eingeschlossen in den Rangrücktritt sind auf den hier genannten Forderungen aufgelaufene und künftig auflaufende Zinsen.]

435 Quelle: TreuhandSuisse, Bern, 16.4.2018.

2. Die vom Rangrücktritt erfassten Forderungen und Zinsen sind während der Dauer der vorliegenden Vereinbarung gestundet.
3. Die vom Rangrücktritt erfassten Forderungen dürfen weder vollständig noch teilweise bezahlt, noch durch Verrechnung oder Neuerung getilgt, noch neu sichergestellt werden.
4. Im Falle des Konkurses oder der Nachlassliquidation des Gläubigers darf die Gesellschaft eigene Forderungen gegen den Gläubiger mit den vom Rangrücktritt erfassten Forderungen verrechnen.
5. Falls für die vom Rangrücktritt erfassten Forderungen Sicherheiten bestellt wurden, so wird das Recht des Gläubigers, aus diesen Sicherheiten Befriedigung zu verlangen, während der Dauer des Rangrücktritts ausgeschlossen. Vorbehalten bleiben durch Dritte bestellte Sicherheiten, für die kein Regressrecht gegenüber der Gesellschaft besteht.
6. Diese Vereinbarung kann durch die Parteien nur aufgehoben werden,
 - wenn sich aus einer im Sinne der Schweizer Prüfungsstandards geprüften (Zwischen-) Bilanz ergibt, dass unter Berücksichtigung aller im Rang zurückgestellten Forderungen sämtliche Verbindlichkeiten der Gesellschaft durch Aktiven gedeckt sind; wird die Gesellschaft ordentlich geprüft, so genügt es, wenn dazu ein zusammenfassender Bericht der Revisionsstelle ohne Erwähnung von Art. 725 Abs. 2 OR vorliegt; oder
 - wenn die vorliegende Vereinbarung durch einen anderen in Höhe und Ausgestaltung genügenden Rangrücktritt ersetzt wird (sei dies durch denselben oder durch einen anderen Gläubiger).
7. Diese Vereinbarung fällt dahin,
 - wenn der Gläubiger auf die im Rang zurückgestellten Forderungen endgültig verzichtet; oder
 - wenn die im Rang zurückgestellten Forderungen zur Liberierung von Aktienkapital oder von Partizipationskapital der Gesellschaft verwendet werden;
8. Diese Vereinbarung ist vom Verwaltungsrat der Gesellschaft in Würdigung der Bonität des Gläubigers genehmigt worden.
9. Der Gläubiger hat keinen Anspruch darauf, dass der Verwaltungsrat der Gesellschaft während der Dauer dieser Vereinbarung die Benachrichtigung des Richters wegen Überschuldung unterlässt.
10. Diese Vereinbarung untersteht ausschliesslich dem schweizerischen Recht.
11. Gerichtsstand für alle aus dieser Vereinbarung erwachsenden Streitigkeiten ist

Ort, Datum

Der Gläubiger

Die Gesellschaft

Um die neuere Bundesgerichtspraxis zu berücksichtigen, hat die TreuhandSuisse ein Muster für eine **Rangrücktrittsvereinbarung** ausgearbeitet zur Vermeidung der Anzeigepflicht des Verwaltungsrates beim Richter.

Die Unternehmung vereinbart mit den Gläubigern u. a.: »Forderungen des Gläubigers im Gesamtbetrag von CHF ... werden gegenüber allen bereits bestehenden und zukünftig entstehenden Forderungen gegen die Gesellschaft im Rang zurückgestellt; Für den Fall der Konkursöffnung (SchKG 175, 192) und für den Fall der Bestätigung eines Nachlassvertrages mit Vermögensabtretung (SchKG 317) verzichtet der Gläubiger auf die genannten Forderungen in dem Umfang, in dem das Verwertungsergebnis zur vollen Befriedigung der übrigen Gesellschaftsgläubiger und zur Deckung allfälliger Liquidations-, Stundungs- oder Konkurskosten benötigt wird. Ohne gegenteilige Vereinbarung sind alle im Rang zurückgestellten Forderungen gleichgestellt.«

Eingeschlossen im Rangrücktritt sind auch alle auf den hier genannten Forderungen aufgelaufenen und künftig auflaufenden Zinsen. (Variante: Nicht eingeschlossen in den Rangrücktritt sind auf den hier genannten Forderungen aufgelaufene und künftig auflaufende Zinsen.) Die vom Rangrücktritt erfassten Forderungen und Zinsen sind während der Dauer der vorliegenden Vereinbarung gestundet und dürfen weder vollständig noch teilweise bezahlt noch durch Verrechnung oder Neuerung getilgt bzw. noch neu sichergestellt werden.

Im Falle des Konkurses oder der Nachlassliquidation des Gläubigers darf die Gesellschaft eigene Forderungen gegen den Gläubiger mit den vom Rangrücktritt erfassten Forderungen verrechnen. Falls für die vom Rangrücktritt erfassten Forderungen Sicherheiten bestellt wurden, so wird das Recht des Gläubigers, aus diesen Sicherheiten Befriedigung zu verlangen, während der Dauer des Rangrücktritts ausgeschlossen. Vorbehalten bleiben durch Dritte bestellte Sicherheiten, für die kein Regressrecht gegenüber der Gesellschaft besteht. Die Vereinbarung enthält überdies Klauseln für eine allfällige Aufhebung durch die Parteien.

Rangrücktritte bei Sanierungen sind immer eine nachträgliche Änderung von Vertragsbedingungen, welche nicht mit den ursprünglichen oder originären Rangrücktrittsvereinbarungen bei Anleihen oder Darlehen (Subordinated Loans) zu verwechseln sind.

18.5.2 Herabsetzung des Aktienkapitals zum Ausgleich des Verlustes

Das Gesetz unterscheidet zwischen

1. Kapitalherabsetzung mit Ausschüttung von Mitteln oder Verzicht auf Liberierungsverpflichtung, sogenannte **konstitutive Kapitalherabsetzung**.
2. Kapitalherabsetzung zum Ausgleich einer Unterbilanz ohne Ausschüttung, sogenannte **deklarative Kapitalherabsetzung**.

Für die Sanierung ist nur die deklarative Kapitalherabsetzung, in der Praxis **Kapitalschnitt (Haircut)** genannt, relevant.

Voraussetzung für beide Arten der Kapitalherabsetzung ist das Vorliegen eines Revisionsberichtes von einem besonders befähigten Revisor nach OR 653 m. Darin ist zu bestätigen, dass die Forderungen der Gläubiger trotz der geplanten Verminderung des Aktienkapitals noch voll gedeckt sind (OR 653 m I). In beiden Fällen ist eine Herabsetzung unter die Summe von CHF 100 000 nicht möglich.

Die konstitutive Kapitalherabsetzung dient primär für die Reduktion einer Überkapitalisierung und Rückzahlung von flüssigen Mitteln an die Anteilseigner. Daher kommt sie für die Sanierung nicht in Frage.

Beispiel Deklarative Kapitalherabsetzung Sportbahnen Pischa AG

Die Generalversammlung der Aktionäre vom 26. September 2007 hat u. a. folgende Beschlüsse gefasst.

Vortrag des Vorjahres	CHF -2 417 766
Jahresverlust	CHF -108 411
Vortrag auf neue Rechnung	CHF -2 526 177

Herabsetzung des Aktiennennwertes

- a) Das Aktienkapital der Gesellschaft wird von CHF 5 000 000 um CHF 2 500 000 auf CHF 2 500 000 herabgesetzt mittels Reduktion des Nennwertes der Aktien von CHF 500 auf CHF 250 je Namenaktie; der Herabsetzungsbetrag wird verwendet zur Reduktion des Verlustvortrages von CHF 2 526 177 auf CHF 26 177.
- b) Die Generalversammlung nimmt Kenntnis vom vorliegenden besonderen Revisionsbericht der Capol Nold & Partner AG nach aOR Art. 732 Abs. 2, wonach die Forderung der Gläubiger auch nach der Kapitalherabsetzung gemäss lit. a) voll gedeckt sind und kein Schuldenruf notwendig ist, da die Kapitalherabsetzung zum Zwecke der Beseitigung einer durch Verluste entstandenen Unterbilanz erfolgt (aOR Art. 735)

Trotz Kapitalherabsetzung verbleibt ein allerdings bescheidener Verlustvortrag. Der Verwaltungsrat hat den runden Beträgen beim Aktienkapital und dem Nennwert der Aktien den Vorzug gegeben vor einer vollständigen Ausbuchung des Verlustvortrages.⁴³⁶

436 Quelle: Einladung zur GV, August 2007.

Bei der Kapitalherabsetzung ohne Ausschüttung von Mitteln macht das Obligationenrecht noch eine weitere Unterscheidung, je nachdem ob der Umfang der Kapitalherabsetzung sich mit einer vorhandenen Unterbilanz, deckt oder diese übersteigt.

Herabsetzung des Aktienkapitals in der Höhe der Unterbilanz

Wird das Aktienkapital nur im Ausmass der Unterbilanz vermindert, so kommt das vereinfachte Herabsetzungsverfahren (OR 653p) zur Anwendung. Es entfällt die Aufforderung an die Gläubiger, zum Zwischenabschluss, die Sicherstellung, Befriedigung ihrer Ansprüche und der Prüfungsbericht. Dabei darf die Kapitalherabsetzung den Betrag der Unterbilanz nicht übersteigen nach OR 653p I.

Beispiel zur Herabsetzung des Aktienkapitals um einen den Bilanzverlust übersteigenden Betrag

Aktiven	1 480
Fremdkapital	925
Aktienkapital	1 000
Verlustvortrag	445
Bilanzsumme	1 480

Das Aktienkapital soll zur Bilanzbereinigung um 50 % auf TCHF 500 herabgesetzt werden. Wird der Betrag der Kapitalherabsetzung nicht vollständig zur Verlustausbuchung benötigt, entsteht ein Buchgewinn, im Beispiel TCHF 55. In der juristischen Fachliteratur sind sich die Autoren einig, dass diese Bestimmung unzumutbar und aus diesem Grund nicht wörtlich anzuwenden ist. Der Buchgewinn kann auch der gesetzlichen Reserve zugewiesen werden. Weil der Betrag der Aktienkapitalherabsetzung den Bilanzverlust von TCHF 445 übersteigt, kommt das ordentliche und aufwändige Kapitalherabsetzungsverfahren zur Anwendung. In der Praxis wird dieser Weg deshalb nur ausnahmsweise beschritten. Wenn der Bilanzverlust eine ungerade Summe erreicht und bei der Herabsetzung des Aktienkapitals ein runder Betrag erwünscht ist, kann der Bilanzverlust durch zusätzliche Wertberichtigungen im bescheidenen Rahmen aufgerundet werden, um eine deklarative Kapitalherabsetzung zu erreichen.⁴³⁷

437 Forstmoser, P./Meier-Hayoz, A./Nobel, P.: Schweizer Aktienrecht, Zürich 1996, S. 812.

18.5.3 Verfahren der Kapitalherabsetzung

Bei der Sanierung stehen zur Kapitalherabsetzung verschiedene Verfahren zur Verfügung.

- **Herabsetzung des Aktiennennwertes (Herabstempelung)**

Der Nennwert der einzelnen Aktien wird dadurch im gleichen Verhältnis vermindert wie das gesamte Aktienkapital. Bei diesem Vorgehen werden alle Aktionäre gleichbehandelt, und es ergeben sich aus der Sanierung keine Verschiebungen und Veränderungen im Kreis der Aktionäre. Auf den Aktien, sofern solche gedruckt worden sind, wird der Nennwert durch Stempelaufdruck geändert. Daher die bei den heutigen Gegebenheiten (Bucheffekten) überholte Bezeichnung Herabstempelung von Aktien für die Nennwertreduktion.

- **Verminderung der Anzahl Aktien durch Zusammenlegung von Aktien**

Soll das Aktienkapital von CHF 200 000 auf CHF 100 000 herabgesetzt werden, so können je 2 alte Aktien zu CHF 500 nominal in eine neue von gleichem Nennwert zusammengelegt werden. Für die Zusammenlegung ist die Zustimmung aller Aktionäre erforderlich. Die Kapitalherabsetzung durch Zusammenlegung von Aktien ist daher nur bei Aktiengesellschaften mit wenigen Aktionären, wo das einmütige Einverständnis eher erhältlich ist, möglich.

- **Verminderung der Anzahl Aktien durch freiwillige Ablieferung von Aktien**

Eine Herabsetzung des Aktienkapitals wird auch möglich, wenn einige Aktionäre, meistens solche mit einem massgebenden Einfluss auf die Geschäftsleitung, Aktien zur Vernichtung freiwillig und unentgeltlich zur Verfügung stellen. Bei dieser Variante verändern sich – im Gegensatz zu den vorher erwähnten – die Beteiligungsverhältnisse.

Beispiel Annullierung von Aktien Saceba Morbio Inferiore

Die ausserordentliche Generalversammlung hat im Rahmen einer Sanierung eine Herabsetzung des Aktienkapitals von CHF 10 auf 4 Mio. beschlossen. Der Kapitalschnitt wurde vollzogen durch Annullierung von 6 000 Aktien zu CHF 1 000 Nennwert, welche vom Mehrheitsaktionär zur Verfügung gestellt worden sind.⁴³⁸

18.6 Sanierung mit Zuführung von neuem Eigenkapital

In den meisten Fällen ist die zu sanierende Unternehmung illiquid, sodass die Notlage mit einer blossen Herabsetzung des Grundkapitals zur Beseitigung des

438 Quelle: NZZ vom 30.10.1984.

Bilanzverlustes nicht behoben ist. Die Unternehmung ist deshalb auf den Zufluss von liquiden Mitteln angewiesen, und zwar wird dabei vor allem die Beschaffung von neuem Eigenkapital erforderlich sein.

Es bestehen folgende Möglichkeiten:

Freiwillige Zuzahlung der Aktionäre à fonds perdu

In einer Sanierung gewähren am Fortbestand der Gesellschaft besonders interessierte Aktionäre häufig ohne rechtlichen Zwang Zuschüsse, ohne dass dafür das Aktienkapital erhöht wird. Die Sanierung durch Zuschüsse à fonds perdu ist das Musterbeispiel einer sogenannten **stillen Sanierungsmassnahme**.⁴³⁹ Mit diesen zur Zuführung flüssiger Mittel geleisteten Beiträgen entsteht ein ausserordentlicher Ertrag und eine Unterbilanz oder eine Überschuldung kann damit beseitigt werden.⁴⁴⁰ Es ist jedoch wichtig, dass à-fonds-perdu-Beiträge im Verhältnis ihrer Aktienbeteiligung geleistet werden, um damit eine einseitige Begünstigung der an der Leistung nicht beteiligten Gesellschafter zu vermeiden. Falls keine Einstimmigkeit bezüglich à-fonds-perdu-Leistungen erreicht werden kann, muss eine Kapitalherabsetzung zum Ausgleich des Verlustvortrages vorgenommen werden und die zuschusswilligen Aktionäre leisten ihren Beitrag im Rahmen der folgenden Kapitalerhöhungen.

Die buchhalterische Erfassung ist von Bedeutung für die Beurteilung nach dem Kapitaleinlageprinzip (KEP) gemäss DBG 20 III und VStG 5 Ibis. Zuschüsse anlässlich von Sanierungen qualifizieren sich aus Reserve aus Kapitaleinlagen, wenn sie direkt den Reserven gutgeschrieben, getrennt ausgewiesen, jährlich gegenüber der Eidgenössischen Steuerbehörde (ESTV) bestätigt und nicht mit bestehenden Verlustvortragen verrechnet werden. Eine direkte Verrechnung mit dem Verlustvortrag gilt als verdeckter Zuschuss und ist steuerrechtlich nicht mit einer Einlage auf das Grundkapital nach KEP gleichgestellt.

Emission von neuen Aktien

Nach der Bilanzbereinigung durch Kapitalherabsetzung zum Ausgleich des Verlustvortrages ist der Liquiditätsengpass der Gesellschaft nicht behoben. Der Verwaltungsrat muss sich deshalb in der Regel um die Zufuhr von flüssigen Mitteln in einer Aktienkapitalerhöhung bemühen.

439 Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen. Publikation Baker & McKenzie, Zürich 2008, S. 92.

440 Für Banken ist die entsprechende Offenlegung von während des Geschäftsjahres erfolgten Aktionärszuschüsse in der Erfolgsrechnung zwingend. Zuschüsse nach Abschluss des Geschäftsjahres sind dagegen als Verlustausgleich bei der Ergebnisverwendung zu erfassen. Es sind somit keine verdeckten Zuschüsse mehr zulässig. Quelle: Rundschreiben 2008/2 FINMA vom 20.11.2008.

Diese kann jedoch auf Schwierigkeiten stossen. Die bisherigen Aktionäre, die sich eben eine Herabsetzung des Nennwertes zum Ausgleich des Bilanzverlustes gefallen lassen mussten, werden keine grosse Lust verspüren, neue Mittel in die Gesellschaft zu investieren. Zudem liegt auch nach der Beseitigung einer Unterbilanz der Aktienkurs oft unter pari, sodass eine öffentliche Emission mit einem gesetzlich vorgeschriebenen Ausgabepreis von mindestens dem Nennwert von Aktien verhindert wird. In der Praxis können neue Stammaktien im Allgemeinen nur bei bisherigen Grossaktionären, die am Bestand der Gesellschaft nicht nur als reine Investoren interessiert sind sowie bei Geschäftspartnern platziert werden. Die Aktienplatzierung wird allenfalls erleichtert, wenn den Zeichnern von neuen Aktien Vorrechte bei der Gewinnverwendung und bei der Liquidation durch Ausgabe von **Vorzugs- oder Prioritätsaktien** eingeräumt werden. Eine solche Emission benachteiligt die bisherigen Kapitalgeber, weshalb die in der Wirtschaftskrise der 1930er-Jahre bei Sanierungen ausgegebenen Vorzugsaktien weitgehend verschwunden sind. Es ist jedoch zu beachten, dass Vorzugsaktien jederzeit ausgegeben werden können und nicht ohne weiteres auf eine Sanierung der betreffenden Gesellschaft geschlossen werden kann.

Beispiel Bilanzbereinigung durch Zuführung von neuem Eigenkapital Thurella Gruppe

Der Getränkehersteller Thurella AG (Aktienkapital CHF 9 571 900 eingeteilt in 95 719 an der Berner Börse kotierte Namenaktien zu nom. CHF 100) musste im Geschäftsjahr 2008 wegen einem kräftigen Kostenanstieg, Sonderabschreibungen und Wertberichtigungen auf Fehlinvestitionen einen Konzernverlust von CHF 11.3 Mio. ausweisen. Das Konzerneigenkapital fiel dadurch von CHF 66.3 auf CHF 52.6 Mio., was bezüglich der Schwellenwerte von OR 725 jedoch ohne Bedeutung geblieben ist. Die Verbindlichkeiten erhöhten sich im Zusammenhang mit der Expansion der Gruppe auf rund CHF 100 Mio. (Betrag saisonal schwankend), wovon CHF 24.5 Mio. auf eine 2.125 % Wandelanleihe entfallen. Im Hinblick auf den für 2009 zu erwartenden massiven Anstieg des Konzernverlustes auf rund CHF 50 Mio. mit dem Risiko der in aOR 725 erwähnten Folgen verlangten die Banken im Rahmen eines Stillhalteabkommens eine Erhöhung des Aktienkapitals und ein Deleveraging. Bei einem Börsenkurs von CHF 130 und einem Nennwert von CHF 100 wäre eine Kapitalerhöhung mit Agio nicht möglich gewesen, weil für die Aktionäre die Zeichnung neuer Aktien nur unter dem Börsenkurs vorteilhaft ist. Der Verwaltungsrat hat deshalb zur Bilanzbereinigung der ausserordentlichen Generalversammlung vom 19. Dezember 2009 folgende Beschlüsse zur Annahme unterbreitet.

- Der Nennwert der Aktien von CHF 100 wird auf CHF 50 herabgesetzt. Der Betrag der Kapitalherabsetzung von CHF 4 785 950 wird einer Spezialreserve gutgeschrieben. Der Eigenkapitalwert der Aktie wird durch diese Massnahme nicht verändert.

- Das herabgesetzte Aktienkapital wird um maximal CHF 26 597 850 auf CHF 31 383 800 erhöht, wobei die neuen Aktien den bisherigen Aktionären zum Ausgabepreis von CHF 69.65 angeboten werden. Bezugsverhältnis 3 neue Aktien zu nom. 50 je 1 alte zu nom. 50. Die von den Aktionären nicht gezeichneten neuen Aktien werden von einem Investoren- und Bankenkonsortium fest übernommen.
- Umtauschangebot an die Inhaber der Wandelanleihe zur vorzeitigen Wandlung (Neuerung nach OR 116). Eine Obligation zu CHF 6 800 kann in 68 Namenaktien zu CHF 50 gewandelt werden (Debt-Equity-Swap).

Auswirkungen der GV-Beschlüsse auf die Passivseite der Konzernbilanz: Erhöhung des Aktienkapitals zur Beschaffung neuer Mittel zwecks Schuldentilgung in Mio. CHF:

	2008	2009
Bilanzsumme	188.9	122.0
Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	28.9	17.2
Übriges kurzfristiges Fremdkapital	31.4	29.5
Kurzfristiges Fremdkapital	60.3	46.7
Langfristige Finanzverbindlichkeiten	70.5	57.8
Übriges langfristiges Fremdkapital	5.5	0.9
Langfristiges Fremdkapital	76.0	58.7
Aktienkapital	9.6	20.4
Kapitalreserve	10.9	16.6
Gewinnreserven	32.1	-20.4
Eigenkapital	52.6	16.6
Nettofinanzschulden	98.0	72.7

In der Thurella-Krise zeigen sich die drei klassischen Krisenphasen: Strategiekrisis (verfehlte Expansionspolitik), Ertragskrisis (die Margen sind brachen bedingt eher knapp, sodass bei einem unvorhergesehenen Anstieg der Kosten Verluste unvermeidlich sind), Liquiditätskrisis (Verlustabschlüsse haben die ohnehin knappe Unternehmungsliquidität überdurchschnittlich belastet). Positiv hat sich dagegen der hohe Eigenfinanzierungsgrad 2008 bis ins Krisenjahr 2009 ausgewirkt, indem mit der 2009 beschlossenen Bilanzbereinigung die Anwendung von aOR 725 verhindert werden konnte. Der Debt Equity Swap war aus verständlichen Gründen wegen der unsicheren Zukunftsaussichten der Gruppe nur mässig erfolgreich. Die ausstehende Wandelanleihe wurde durch vorzeitige Wandlung lediglich von CHF 24.5 Mio. auf CHF 22.0 Mio. reduziert.

Aktienkapitalherabsetzung unter gleichzeitiger Wiedererhöhung (Harmonika)

Es kommt hin und wieder vor, dass im Rahmen einer Sanierung das Aktienkapital zur Beseitigung einer Unterbilanz herabgesetzt und gleichzeitig mindestens bis zur bisherigen Höhe wieder aufgestockt wird (sogenannte Harmonikaverfahren).

Die Herabsetzung mit gleichzeitiger Wiedererhöhung ist nach OR 653q auch dann zulässig, wenn die Gesellschaft überschuldet ist. Bei der Herabsetzung braucht die Limite von CHF 100 000 nicht eingehalten zu werden. Die vollständige Abschreibung des bisherigen Aktienkapitals auf null ist möglich.

Weil keine Gläubigerinteressen auf dem Spiel stehen, brauchen die Gläubigerschutzbestimmungen von OR 653k nicht beachtet zu werden. Formell hat die Generalversammlung einen Kapitalherabsetzungsbeschluss sowie einen Beschluss auf Erhöhung des Aktienkapitals zu fassen, dem sich der Feststellungsbeschluss des Verwaltungsrates anschliesst. Die neuen Aktien müssen voll liberiert werden. Im Übrigen erfolgt die Liberierung wie bei einer »normalen« Kapitalerhöhung in bar, gegen Sacheinlagen oder in der Praxis häufig wegen der Mitwirkung von Gläubigern bei der Sanierung gegen Verrechnung (**Debt Equity Swap**). Die rechtliche Zulässigkeit der Liberierung durch Verrechnung bei Sanierungen ist in der Rechtslehre jedoch umstritten, weil bei Unternehmungen in finanziellen Schwierigkeiten die Werthaltigkeit der Forderungen fraglich sei.

Beispiel Kapitalherabsetzung und Wiedererhöhung Edelmin Holding AG⁴⁴¹

Die Generalversammlung vom 5. November 2010 hat beschlossen:

- Herabsetzung des Aktienkapitals von CHF 2 359 706.60 auf CHF 0.0
- Harmonika: Gleichzeitige Wiedererhöhung auf 2 359 706.60 durch Ausgabe von 23 597 066 Namenaktien zum Ausgabebetrag des Nennwertes von CHF 0.10 unter Gewährung des Bezugsrechtes für die bisherigen Aktionäre. Die beschlossene Kapitalherabsetzung und Wiedererhöhung ist vom Verwaltungsrat innert drei Monaten durchzuführen.

Bis zur Revision im Jahr 2000 von aOR 622 IV war es möglich, im Falle einer Sanierung den Aktiennennwert unter das gesetzliche Minimum herabzusetzen, d. h. im Extremfall auf null Franken, ohne die damit verbundenen Aktionärsrechte aufzuheben. Aktionäre, welche sich an der Wiedererhöhung des Aktienkapitals nicht beteiligen, behalten die aus der Sanierung hervorgegangenen nennwertlosen Aktien. Diese werden als *Sanierungsaktien* bezeichnet. Nachdem eine Herabsetzung unter den Mindestnennwert von 1 Rappen nicht mehr möglich ist, konnten keine neuen Sanierungsaktien mehr geschaffen werden.

441 Quelle: Einladung zur GV.

Das Bundesgericht⁴⁴² hat entschieden, dass im Rahmen einer Sanierung bei einer Kapitalherabsetzung auf null Franken mit anschliessender Wiedererhöhung die bisherigen Aktionäre ihre mitgliedschaftsrechtliche Stellung beibehalten und mindestens noch eine Stimme haben, auch wenn sie sich nicht an der Wiedererhöhung des Aktienkapitals beteiligen. Mit der Gesetzesrevision 2007 (aOR 732 a) sind diese Phantomaktionäre, ohne Kapitalbeteiligung aber mit einem Kopfstimmenrecht, eliminiert worden.⁴⁴³ Mit der Herabsetzung des Aktienkapitals auf null Franken gehen alle Mitgliedschaftsrechte unter, wobei jedoch die bisherigen Aktionäre bei der Kapitalerhöhung ein unentziehbares Bezugsrecht erhalten müssen. Sanierungsaktien im Nennwert von null Franken aus der Zeit vor der Einführung von aOR 732a existieren jedoch noch.

Beispiel Sanierungsaktien Ristorante L. AG, in Bern⁴⁴⁴

»Mit Beschluss der Generalversammlung vom 3.5.2000 wird zwecks Sanierung das Aktienkapital von CHF 450 000 vollständig abgeschrieben durch Herabsetzung der Nennwerte der 900 Namenaktien von CHF 500 auf CHF 0. Sie werden als Sanierungsnamenaktien mit einem Nennwert von null Franken weitergeführt. Anschliessend wird das Aktienkapital wieder erhöht auf CHF 500 000 und voll liberiert. Aktien neu: 1 000 Namenaktien zu CHF 500 und CHF 900 Namenaktien zu CHF 0 (bisher 900 Namenaktien zu CHF 500).« 2008 musste die Gesellschaft nochmals saniert werden. Das Aktienkapital wurde um 50 Prozent durch Vernichtung der entsprechenden Anzahl Namenaktien reduziert. Die 900 Sanierungsaktien wurden nachträglich gesetzeskonform nach aOR 732 a annulliert.

18.7 Sanierung durch die Veränderung des Fremdkapitals

18.7.1 Rechtliche Grundlagen

Für die Gläubiger besteht keine Pflicht, sich an den Sanierungsmassnahmen einer Not leidenden Unternehmung zu beteiligen. Aus wirtschaftlichen Überlegungen haben jedoch die Gläubiger vielfach ein Interesse, ebenfalls einen Beitrag zur Sanierung zu leisten und dadurch die Unternehmung vor einer Zwangsliquidation zu bewahren. Die Erfahrung zeigt, dass bei einer Zwangsliquidation die Verluste für die Gläubiger meistens grösser sind als die Opfer, die sie bei einer Sanierung zu tragen haben. Bei einem Konkurs oder einem Nachlassverfahren verlieren die

442 BGE 121 III 420.

443 Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht, Zürich 2010, S. 328.

444 SHAB, 24.5.2000.

Gläubiger meist mehr. Ihre Beteiligung bedingt aber, dass die Aktionäre oder Dritte genügend Kapital einbringen können.⁴⁴⁵

Die Beteiligung der Gläubiger ist im Allgemeinen für das Zustandekommen einer Sanierung unerlässlich. Deshalb sucht der Gesetzgeber die Sanierung durch eine Reihe von Vorschriften über die Mitwirkung der Gläubiger zu erleichtern.

Die Quelle des Sanierungsrechtes sind vor allem im Schuldbetreibungs- und Konkursgesetz enthalten, d. h. im Nachlassvertrag (SchKG 293 bis 336) und in der Notstundung (SchKG 337 bis 350). Ferner bestehen eine Reihe von gesetzlichen Sondervorschriften für einzelne Wirtschaftszweige, in denen an der Behebung der finanziellen Notlage einer Unternehmung nicht nur die Gläubiger, sondern eine weitere Öffentlichkeit interessiert sind wie Banken, Versicherungen, Transportunternehmen.⁴⁴⁶

Die Vorschriften gelten ausschliesslich für die einzelne Unternehmung, nicht aber für eine Unternehmensgruppe. Das Fehlen eines Konzernsanierungsrechtes hat sich vor allem bei der Swissair-Sanierung als nachteilig erwiesen. Eine Anpassung des SchKG ist jedoch bis heute unterblieben. Entsprechende Revisionsvorschläge des Bundesrates⁴⁴⁷ sind bei der Drucklegung in der Parlamentsberatung umstritten.

18.7.2 Aussergerichtlicher Nachlassvertrag

Bei **ordentlichen (aussergerichtlichen) Nachlassvertrag** besteht das Unternehmen weiter und die Gläubiger vereinbaren mit einem notleidenden Unternehmen die Neustrukturierung des Fremdkapitals. Der aussergerichtliche Nachlassvertrag verläuft ausserhalb eines öffentlich-rechtlichen Verfahrens.⁴⁴⁸

Mangels besonderer gesetzlicher Bestimmungen kommen die allgemeinen Regeln des Vertragsrechtes, insbesondere OR 115 über den Erlass von Forderungen, in Betracht. Der aussergerichtliche Nachlassvertrag kommt zustande aufgrund von Vereinbarungen des Schuldners mit jedem einzelnen Gläubiger, ohne die Mitwirkung einer Behörde. Dabei hat der Schuldner durchaus die Möglichkeit, einzelne Gläubiger mehr zu befriedigen als andere. Anfechtbar und damit rechtlich unwirk-

445 Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, Zürich 2020, S. 64 f.

446 So verpflichtet ein Spezialgesetz die Eisenbahnunternehmen bei Verpfändung ihrer Anlagen zur Kreditabsicherung ein öffentliches Einspracheverfahren durchzuführen. Beispiel: Publikation der Rhatischen Bahn im BBL 2012, S. 734. Besonders ausführlich sind die Spezialvorschriften für die Sanierung von Banken, welche mit der Revision 2011 im BankG 28 ff. modernisiert worden sind.

447 Sprecher, Th.: Die Revision des Sanierungsrechtes, in: Sanierung und Insolvenz von Unternehmen, Zürich 2011, S. 99 ff.

448 Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, Zürich 2020, S. 102.

sam wäre eine solche Vereinbarung nur dann, wenn sie den anderen Gläubigern vorenthalten wird und diese durch Erweckung des Anscheins, als ob sich der bevorzugte Gläubiger um eine geringere Summe habe abfinden lassen, gleichfalls zu einer geringeren Abfindung verleitet werden sollen.

Die Schwäche des aussergerichtlichen Nachlassvertrages liegt darin, dass ein einzelner hartnäckiger Gläubiger die Sanierung durch Einleitung der Zwangsvollstreckung hintertreiben kann. Der aussergerichtliche Nachlassvertrag eignet sich deshalb nur bei kleineren Unternehmungen oder für Sanierungen, bei denen nur wenige Gläubiger mitzuwirken haben. Der Hauptvorteil des aussergerichtlichen Nachlasses liegt darin, dass die Beteiligten im Rahmen der Vertragsfreiheit völlig unabhängig handeln können und die Sanierung zudem nicht öffentlich bekannt wird. Nachteilig wirkt sich dagegen aus, dass der Schuldner für die Zeit der Verhandlungen mit den Gläubigern über die Sanierungsmassnahmen keinen Rechtsstillstand bzw. keine Stundung (SchKG 293 ff.) in Anspruch nehmen kann. In der schweizerischen Sanierungspraxis wird die überwiegende Zahl der Unternehmungssanierungen (schätzungsweise rund 90 %) in Zusammenarbeit mit den Banken aussergerichtlich gelöst.⁴⁴⁹

Auch Grosskonzerne können aussergerichtliche Sanierungen erfolgreich durchführen, wie das Beispiel der Restrukturierung des Oerlikon-Konzerns 2010 zeigt.⁴⁵⁰ Für eine erfolgreiche privatrechtliche Sanierung ist die Opfer- und Erfolgssymmetrie des Sanierungsplanes zentral.⁴⁵¹

18.7.3 Gerichtlicher Nachlassvertrag

Mit dem **Nachlassverfahren** wird einer Unternehmung, welche keine privatrechtliche Sanierung durchführen konnte, in einem öffentlich-rechtlichen Verfahren ermöglicht, die finanziellen Schwierigkeiten durch Vereinbarung mit den Gläubigern zu beheben.

Der gerichtliche Nachlassvertrag kann in drei Arten auftreten:

Der ordentliche Nachlassvertrag oder Prozentvergleich (SchKG 314 bis 316)

Die Gläubiger erlassen einen Teil ihres Guthabens in einem für alle Forderungen gleich hohen prozentualen Ausmass (z. B. Verzicht auf 60 %, Zahlung der verblei-

449 Umstrittenes neues Schweizer Sanierungsrecht, in: NZZ vom 21.4.2005.

450 Konzernzahlen 2009: Umsatz CHF 2 877 Mio., Konzernverlust CHF 592 Mio., Bilanzsumme CHF 4 342 Mio., Eigenkapital CHF 520 Mio. Über die aussergerichtlichen Sanierungsmassnahmen informiert Schenker, U.: OC Oerlikon, eine komplexe, aber erfolgreiche Restrukturierung, in: GesKR 4/2010, S. 542. Jahresrechnung OC Oerlikon Corporation 2010, S. 150.

451 Schenker, U.: Möglichkeiten zur privatrechtlichen Sanierung von Aktiengesellschaften, in: Schweizer Juristenzeitung, Nr. 21/2009, S. 485 ff.

benden Forderungen in zwei Raten, die erste 30 Tage, die zweite 90 Tage nach Bestätigung des Nachlassvertrages). Eine Abart des ordentlichen Nachlassvertrages ist der **Stundungsvergleich**. Mit diesem strebt der Schuldner eine vollständige Tilgung seiner Verpflichtungen an.⁴⁵²

Der Nachlassvertrag mit Vermögensabtretung oder Liquidationsvergleich (SchKG 317bis 331)

Die Unternehmung überlässt den Gläubigern ganz oder teilweise zur freien Verwertung ihr der Zwangsvollstreckung unterliegendes Vermögen. Der Nachlassvertrag mit Vermögensabtretung ist in der Regel kein Sanierungs-, sondern ein im Vergleich zum Konkurs für die Gläubiger vorteilhafteres Liquidationsverfahren. Beim Nachlassvertrag mit Vermögensabtretung können die Gläubiger, falls sie die Unternehmung unter neuer Leitung und nach Zuführung von neuem Eigenkapital als lebensfähig betrachten, eine sogenannte **Auffanggesellschaft** gründen. Die Auffanggesellschaft führt die Geschäfte des Nachlassschuldners weiter. Rechtlich handelt es sich bei einer Neugründung um eine kombinierte Bar- und Sachgründung.⁴⁵³ Der zu rettende Geschäftsbetrieb kann auch an eine von Dritten beherrschte Gesellschaft verkauft werden. Bei der Abtretung von Aktivitäten oder wenigstens eines Teils davon ist es wichtig, dass die Auffanggesellschaft nur die für ihre Tätigkeit notwendigen Vermögenswerte übernimmt, um eine Haftung für die verbleibenden Verbindlichkeiten der überschuldeten Gesellschaft zu vermeiden.

Beispiel Gründung einer Auffanggesellschaft New Miracle AG

Nachdem die Miracle-Gruppe im Oktober 2000, rund 11 Monate nach dem überaus erfolgreichen IPO im November 1999 und der Kotierung an der SWX New Market, um Nachlassstundung ersuchen musste, gründeten einige Investoren als Auffanggesellschaft die »New Miracle AG« mit einem bar einbezahlten Aktienkapital von CHF 6 Mio. Dabei wurden von den Miracle-Gesellschaften (Miracle Holding, Miracle Software AG, Miracle Management AG, Miracle AG) folgende Sachübernahmen in Aussicht genommen:

- Sämtliche Rechte an den Software-Produkten Miracle Classic »vBOB« und »Miraclexrp«, insbesondere das betriebswirtschaftliche Basismodell »Handel und Industrie«, das Miraclexrp-Kernsystems sowohl als Source Code als auch in maschinenlesbarer Form.
- Sämtliche Marken sowie die Domain Names, sämtliche Rechte und Unterlagen am Corporate Design.

452 Spühler, K./Dolge, A.: Schuldbetreibungs- und Konkursrecht II, Zürich 2007, S. 115.

453 Über die mit der Errichtung einer Auffanggesellschaft zusammenhängenden Probleme informiert: Hurter, H.: Der Nachlassvertrag mit Gesellschaftsgründung, Luzern 1988.

- Unterlagen zu Daten, zu den Kunden und Partnern, das Büromobiliar sowie die Hard- und Software der »Software Factroy« zum Preis von höchstens CHF 2 150 000. Von den 300 Mitarbeitern konnten 45 in die Auffanggesellschaft übertreten. Die Auffanggesellschaft musste jedoch bereits im Mai 2001 ihre Tätigkeit einstellen, nachdem sich die übernommene Software xrp als mangelhaft erwiesen hatte und für die Fertigstellung zusätzliche Investitionen in zweifacher Millionenhöhe erforderlich geworden wären. Das Aktienkapital der Auffanggesellschaft war verloren.

Problematisch sind bei der Gründung von Auffanggesellschaften oder anderen Sanierungslösungen die mit dem allfälligen Übergang von Arbeitsverhältnissen verbundenen Aspekte.⁴⁵⁴

Der Nachlassvertrag im Konkurs (SchKG 332)

Konnte ein Nachlassvertrag vor der Konkursöffnung nicht mehr abgeschlossen werden, so besteht noch die Möglichkeit, während des Konkursverfahrens einen Nachlass zu erwirken und die erwünschte Sanierung durchzuführen.

Beispiel Aussergerichtlicher Nachlassvertrag bei Überschuldung Braun & Co. AG

Die Braun & Co. AG, eine private Aktiengesellschaft, ist aufgrund einer zu riskanten Expansionspolitik bei gleichzeitig sich spürbar verschlechternden Marktverhältnissen in eine existenzbedrohende Krise geraten. Die Revisionsstelle erstellt wegen der Überschuldung einen Status auf den 30. September für den Konkursfall (in CHF 1 000).

Dar. 45

Aktiven	Zwischenbilanz Buchwerte	Liquidations- werte	Gebundene Aktiven (Pfand- belastung)	Freie Aktiven
Altliegenschaft	1 840	1 200	1 200	
Neubau	3 897	2 800	2 800	
Mobilien und Einrichtungen	618	170		170
Warenvorräte	840	400		400

454 Geiser, T.: Arbeitsrechtliche Frage bei Sanierungen, in: Sanierung der AG, Zürich 2003, S. 145 ff.

Dar. 45 – Fortsetzung

Aktiven	Zwischenbilanz Buchwerte	Liquidations- werte	Gebundene Aktiven (Pfand- belastung)	Freie Aktiven
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	1 312	1 195		1 195
Beteiligungen	500			
Verlustvortrag	4 190			
Total Aktiven	13 197	5 765	4 000	1 765

Dar. 46

Passiven	Zwischenbilanz Buchwerte	Liquida- tionswerte	Pfandgesi- cherte For- derungen	1.- und 2.-Klasse- Gläubi- ger	Pfand- ausfall 3. Klasse
Pfandgesi- cherte Ver- pflichtungen	4 933	4 933	4 000		933
Privilegierte Forderungen					
Löhne	1 125	1 125		1 125	
Personal- vorsorge	202	202		202	
Liquidations- kosten		300		300	
Forderungen 3. Klasse					
Verbindlich- keiten aus Liefe- rungen und Leistungen	3 420	3 420			3 420
Bankschulden	954	954			954
Aktionärsdarle- hen	1 563	1 563			1 563
Aktienkapital	1 000				
Total Passiven	13 197	12 497	4 000	1 627	6 870

Unter Hinweis auf die zu erwartenden Verluste für die Gläubiger der 3. Klasse schlägt der Verwaltungsrat einen aussergerichtlichen Nachlassvertrag mit folgenden Sanierungsmassnahmen vor:

1. Das Aktienkapital wird vollständig abgeschrieben.
2. Die Aktionäre verzichten auf das Aktionärsdarlehen.
3. Die nicht privilegierten Gläubiger verzichten auf 60 % ihrer Forderungen.
4. Der Sanierungsgewinn wird wie folgt verwendet:
 - Ausbuchung des Bilanzverlustes,
 - vollständige Abschreibung der Beteiligungen,
 - Wertberichtigung von:
 - 100 auf den Vorräten
 - 300 auf den Einrichtungen
 - 97 auf den Forderungen.
5. Ein Konkurrent ist bereit, die Gesellschaft zu übernehmen, ein Aktienkapital von TCHF 1 000 zu zeichnen sowie ein Darlehen von TCHF 1 000 zu gewähren und die Guthaben der 3.-Klasse-Gläubiger 30 Tage nach Inkrafttreten des Nachlassvertrages bar auszuzahlen.

Der Vollzug des Nachlassvertrages ist im Schuldbetreibungs- und Konkursgesetz eingehend geordnet. Für die zahlreichen Einzelheiten des Verfahrens muss auf die Spezialliteratur verwiesen werden.

Die Massnahmen wickeln sich, summarisch dargestellt, wie folgt ab:

1. Der Schuldner hat beim zuständigen Nachlassrichter ein Stundungsgesuch einzureichen, zusammen mit dem Entwurf zu einem Nachlassvertrag, der Jahresrechnung und dem Verzeichnis der Geschäftsbücher. Ein Stundungsgesuch kann von allen Unternehmungsformen gestellt werden, die als solche betriebsfähig sind, also Einzelfirmen und Personengesellschaften, Kapitalgesellschaften und Genossenschaften, nicht aber von einfachen Gesellschaften. Nach SchKG 293 III kann der Nachlassrichter eine **provisorische Stundung** für zwei Monate bewilligen. Diese bewirkt die Einstellung der Betreuung. Auch ein Gläubiger kann mit einem begründeten Gesuch beim Nachlassrichter die Eröffnung eines Nachlassverfahrens verlangen (SchKG 293 II), vorausgesetzt, dass er berechtigt ist, ein Konkursbegehren nach SchKG 166 und 190 zu stellen. Von Amtes wegen wird ein Stundungsverfahren durch den Richter eingeleitet, wenn der Konkursrichter nach SchKG 173a den Konkursentscheid aussetzt.
2. Für die Zeit von vier bis sechs Monaten wird der Nachlassrichter für eine gründliche, definitive Durchführung der Sanierungsmassnahmen eine **definitive Nachlassstundung** (SchKG 295 bis 298) gewähren, sofern er auf das Gesuch eintreten kann. Eine Verlängerung auf zwölf, in komplizierten Fällen auf vierundzwanzig Monate ist möglich. Mit Bewilligung der Stundung hört der Zinslauf, ausgenommen bei pfandversicherten Forderungen, auf.

3. Gleichzeitig wird ein gerichtlicher **Sachwalter** bestellt, unter dessen Aufsicht die Unternehmung ihr Geschäft weiterführen kann. SchKG 298 schränkt jedoch die Verfügungsbefugnisse des Schuldners ein.
4. Der Sachwalter hat sofort ein Inventar aufzunehmen und die vorhandenen Aktiven zu bewerten. Dabei wird angenommen, dass für die Bewertung der Fortführungswert, d. h., der Wert massgebend ist, den die Aktiven für den Schuldner bei der Weiterführung des Geschäftsbetriebes nach Zustandekommen des Nachlassvertrages aufweisen.⁴⁵⁵ Zu Orientierungszwecken ermittelt der Sachwalter in der Regel auch die mutmasslichen Deckungsquoten der Gläubiger für den Fall einer Liquidation auf der Basis Veräusserungswerte.
5. Der Sachwalter hat ferner den **Schuldenruf** zu erlassen (SchKG 300) und die Gläubiger gleichzeitig zu einer Gläubigerversammlung einzuberufen (SchKG 301).
6. Die **Gläubigerversammlung** dient in erster Linie der Orientierung über den Entwurf des Nachlassvertrages. Die Zustimmungserklärungen können auch nach der Versammlung noch bis zum Bestätigungsentscheid abgegeben werden. Häufig warten die Gläubiger erst die Versammlung ab, bis sie sich zum Nachlassvertrag äussern.
7. Für das *Zustandekommen des Nachlassvertrages* erfordert SchKG 305 die Zustimmung der Mehrheit der Gläubiger, die zwei Drittel der in Betracht fallenden Forderungen vertreten oder von einem Viertel der Gläubiger, die mindestens drei Viertel der Forderungen vertreten (SchKG 305 I). Die Pfandgläubiger sind nur im Rahmen eines allfälligen Pfandausfalles gemäss Sachwalterstatus stimm-berechtigt.
8. Vor Ablauf der Stundung hat der Sachwalter den Nachlassvertrag mit einem Bericht und allen dazugehörigen Aktenstücken dem Nachlassrichter zur Bestätigung zu übergeben. Dabei hat der Nachlassrichter die Einhaltung der Formvorschriften und die Angemessenheit des Angebotes (Steht die angebotene Summe im richtigen Verhältnis zu den Mitteln des Schuldners? SchKG306 II) zu überprüfen. Ferner muss der Vollzug des Nachlassvertrages durch vollständige Befriedigung der angemeldeten privilegierten Gläubiger u. a. auch die Forderungen von Personalvorsorgeeinrichtungen und die Auszahlung der Nachlassdividende fristgerecht sichergestellt sein.
9. Mit der Bestätigung des Nachlassvertrages wird der Vertrag für sämtliche Gläubiger rechtsverbindlich, ausgenommen für die Pfandgläubiger für den durch das Pfand gedeckten Forderungsbetrag (SchKG 310). Es fallen alle vor der Stundung gegen den Schuldner eingeleiteten Betreibungen mit Ausnahme derjenigen auf Pfandverwertung dahin.

455 Für die mit dem Nachlassverfahren vergleichbare Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen genügt nach OR 1175 sogar eine höchstens sechs Monate zurückliegende Bilanz zur Information über die wirtschaftliche Lage des Schuldners.

Beim Nachlassvertrag mit Vermögensabtretung verlieren die Firmeneigentümer ihre Kapitaleinlagen. Fällt der Erlös aus der Verwertung des Vermögens wider Erwarten und ausnahmsweise höher aus als alle Verbindlichkeiten einschliesslich der aufgelaufenen Zinsen, geht der Liquidationsüberschuss an die Eigentümer. So erhielten – gestützt auf ein Rechtsgutachten – die Aktionäre und Partizipanten der Dubied SA in Nachlassliquidation 1995, nach Abschluss der 8 Jahre dauernden Liquidationsverfahrens, 18 % des Nennwertes ihrer Aktien bzw. Partizipationsscheine.

18.7.4 Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen

Es gehört zum Wesen der Obligationenanleihe, dass eine Vielzahl von Gläubigern vorhanden ist. Deshalb ist die einheitliche Währung ihrer gleichartigen Rechte besonders wichtig. Die Gläubiger müssen daher zu einer Einheit zusammengeschlossen werden: der Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen (OR 1157 ff.). Diese besteht von Gesetzes wegen sobald Anleiensobligationen von einer Unternehmung mit Niederlassung in der Schweiz ausgegeben worden sind. Damit soll vermieden werden, dass bei Zahlungsunfähigkeit des Anleiensschuldners ein einzelner Gläubiger Zwangsvollstreckung verlangen und damit eine Sanierung verunmöglichen kann. Der Gläubigergemeinschaft steht das Recht zu, verschiedene Eingriffe in die Gläubigerrechte zu beschliessen, die im Einzelnen in OR 1170 aufgeführt sind.

Das Verfahren ist beschwerlich, weshalb es – wann immer möglich – in der Praxis vermieden wird, indem die Anleiensobligationäre aus der Sanierung ausgeklammert werden, z. B. Von Roll 1994, Mikron 1995. Dies setzt allerdings eine entsprechende Bereitschaft der übrigen Finanzgläubiger, insbesondere des Lead Agents als Anleiensvertreter für ausstehende Anleihen, voraus. Vor allem muss vermieden werden, dass bei der Vorbereitung der Sanierungsmassnahmen eine vorzeitige Fälligkeit der Anleihen aufgrund von Default-Klauseln durch den Lead Agent erfolgt.⁴⁵⁶

Beispiel Gläubigergemeinschaft bei Anleiensobligationen Cytos Biotechnology AG

Die Cytos Biotechnology AG, welche durch einen Reverse Takeover zur Börsenkotierung gelangte, hat 2007 eine 2.875 % Wandelanleihe mit einem Nominalwert von CHF 70 Mio. mit Endfälligkeit 20. Februar 2012 ausgegeben. Der Wandelpreis wurde auf CHF 175 je Aktie festgelegt. Nachdem aussichtsreiche Forschungsergebnisse ausblieben, geriet der Aktienkurs unter Druck (Kurs Ende 2006 CHF 113 mit steigender Tendenz, in der Folge Baisse-Bewegung bis 2010 auf tiefst CHF 10). Gleichzeitig verschlechterte sich wegen der hohen Cash Burn

456 Giger, M.: Sanierung aus der Sicht der Aktionäre und der Obligationäre, in: Sanierung der AG, Zürich 2003, S. 138 ff.

Rate die Liquidität im Laufe der Jahre markant. Der Verwaltungsrat hat deshalb im August 2012 ein umfassendes Restrukturierungsprogramm beschlossen. Dieses umfasste auch die Wandelanleihe. Weil die Anleihe schon seit längerer Zeit deutlich unter pari gehandelt wurde, hatte die Gesellschaft nominell CHF 21.9 Mio. am Markt zurückgekauft, sodass sich der ausstehende Anleihensbetrag auf CHF 41.7 Mio. reduziert hat.

Den Obligationären wurden im Rahmen von OR 1170 I folgende Sanierungsvorschläge unterbreitet:

- Rückzahlung von 50 % des Nominalwertes der Anleihe bei Fälligkeit,
- Stundung des Restbetrages bis zum Februar 2015,
- Neuformulierung verschiedener Anleihensklauseln im Hinblick auf die Restrukturierung,
- Senkung des Wandelpreises auf CHF 8.10. Dieser liegt jedoch immer noch deutlich,
- über dem Börsenkurs der Aktien von CHF 1.95 (Ende 2011).

Als Gegenleistung wurde der Zins von 2.875 % auf 5.75 % erhöht und gleichzeitig ebenfalls bis auf 2015 gestundet. Mit Rücksicht auf die Opposition gewisser Obligationäre wurde der Rückzahlungsbetrag von 100 auf 150 % des neuen Nennwertes erhöht. Die benötigte erforderliche Mehrheit von zwei Dritteln der ausstehenden Anleihe summe wurde an der Gläubigerversammlung nicht erreicht, nicht zuletzt auch deshalb, weil die entsprechende Summe an der Versammlung gar nicht vertreten war. Die Cytos hat gemäss OR 1172 II nachträglich die nötige Zweidrittel-Mehrheit der Gläubigerstimmen im Dezember 2011 erreicht. Am 6. Februar 2012 hat das Obergericht des Kantons Zürich den Beschlüssen der Gläubigerversammlung die Genehmigung erteilt. Damit konnte an der Börse der Handel der Cytos-Wandelanleihe wiederaufgenommen werden und zwar wegen der gestundenen Zinsen auf **Flat-Basis**. Dies bedeutet, dass der aufgelaufene Zins entgegen der allgemein üblichen Regel in den Obligationenkurs eingeschlossen und bei Transaktionen nicht separat abgerechnet wird. Nachdem die Zahlungsunfähigkeit durch die Beschlüsse der Obligationäre vermieden wurde, hat im April 2012 eine Investorengruppe durch eine Kapitalerhöhung und 9 %-Notes die Weiterführung von Cytos gesichert.⁴⁵⁷

18.7.5 Erleichterung der Zinsenlast

Die Notlage zahlreicher Unternehmungen ist vielfach durch die meist festen Zinsen für das Fremdkapital verursacht. Sehr oft ist die Finanzkraft der Unternehmung

457 Quelle: Einladung zur Gläubigerversammlung vom 20.10.2010, verschiedene Medieninformationen der Gesellschaft.

schon bei der Aufnahme des Fremdkapitals geschwächt und die Kreditgewährung für den Gläubiger mit einem grösseren Risiko verbunden, sodass überhöhte Zinsen vereinbart werden mussten. Es wird daher unumgänglich sein, bei der Sanierung die Unternehmung von den festen Zinslasten ganz oder wenigstens teilweise zu befreien. Um das Opfer der Zinssatzreduktion den Gläubigern etwas schmackhafter zu machen, kann der Schuldner versprechen, neben dem festen reduzierten Zins einen vom Geschäftsergebnis abhängigen Zusatzzins zu leisten.

Beispiel 6 % Obligationenanleihe 1988 bis 1998 Parking Centre Ville Morges SA

Durch Beschluss der Gläubigerversammlung gemäss OR 1157 ff. wurde

- die Anleihe rückerstattung auf 2005 hinausgeschoben,
- der Zinssatz auf 3.5 % reduziert, zusätzlich einer vom Geschäftsergebnis abhängigen Verzinsung von 2001 bis 2005,
- jährliche Auslösung von 61 Obligationen zu CHF 2 000 nom. festgelegt.

Ist die Finanzlage der Unternehmung aber so schlecht, dass sie überhaupt keine feste Zinsverpflichtungen mehr eingehen kann, werden Zinszahlungen von den Geschäftsergebnissen abhängig gemacht (variabler Zinssatz).

18.7.6 Stundung und Teilverzicht

Eine **Stundung** ist ein kurzfristiger Verzicht von kurzfristigen Zahlungen an die Finanzgläubiger (Banken) in Form von Amortisationen oder Zinsen zur Sicherstellung der Liquidität eines notleidenden Unternehmens.

Für die Sicherstellung des kurzfristigen Überlebens ist es oft notwendig, dass ein Unternehmen über die notwendigen liquiden Mittel verfügt und ihren kurzfristigen, operativen Zahlungsverpflichtungen gerecht wird.

Der Inhalt eines Stillhalteabkommens kann folgende Punkte umfassen:⁴⁵⁸

- Offenlegung der eingeräumten Kreditlinien: Die Banken sagen zu, ihre Kreditlinien offenzuhalten und nicht zu kürzen.
- Verlustausgleich unter den beteiligten Gläubigern: Die Banken vereinbaren, Verluste nach ihren Quoten der Banklinien auszugleichen, damit alle Gläubiger gleichbehandelt werden.

⁴⁵⁸ Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, Zürich 2020, S. 67 ff.

- Vereinheitlichung der Zinsen: Die Zinslast wird harmonisiert, damit alle Banken die gleichen Risikoprofile vereinbaren.
- Equity Kickers: Bei Unternehmen mit einem tiefen Eigenkapital wird den Banken ein Anteil am künftigen Gewinn zugesprochen, da sie faktisch wie Eigenkapitalgeber positioniert sind.
- Pflicht zur Devestition: Die Kapitalbindung muss reduziert werden, um die Liquidität sicherzustellen.
- Gleichmässige Rückführung gegenüber den Banken: Die Banken erhalten nach einem vereinbarten Plan gleichmässige Rückführungen aus der offenen Kreditlinien.
- Einschränkung der Geschäftstätigkeit: Gewisse geschäftlichen Freiheiten des Unternehmens werden bewusst eingeschränkt, um die Umsetzung und Sicherstellung der Liquidität zu gewährleisten.
- Laufende Informationen an die Gläubiger: Alle Banken müssen auf dem gleichen Informationsstand sein, um die Entwicklung genau zu beurteilen und verfolgen zu können.

18.7.7 Umwandlung von kurzfristigem in langfristiges Fremdkapital

Ist die Unternehmung illiquid, so fehlen nicht nur die flüssigen Mittel für den Zinsendienst, auch die Rückzahlung der Fremdkapitalien ist nicht mehr möglich. Aus diesem Grund muss die Not leidende Unternehmung danach trachten, kurzfristige Verbindlichkeiten in mittel- oder langfristiges Kapital umzuwandeln, in der Hoffnung, bis zum neuen Rückzahlungstermin die entsprechenden Mittel bereitstellen zu können. Ein kurzfristiger »eingefrorener« Lieferantenkredit wird beispielsweise in ein festes Darlehen umgewandelt. Bei den Anleiheobligationen kann durch Beschluss der Gläubigergemeinschaft der Rückzahlungstermin bis auf maximal 10 Jahre hinausgeschoben werden. Diese Stundung wird meistens mit der Herabsetzung des Zinssatzes verbunden.

18.7.8 Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital

Die Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital bedeutet einen scharfen Eingriff in die Gläubigerrechte. Sie ist aber dennoch in vielen Fällen zur Erreichung einer ausgewogenen Bilanzstruktur unumgänglich. Dabei sind zwei Fälle als Ausgangspunkt denkbar:

1. Die Aktiengesellschaft ist lediglich illiquid und weist in der Bilanz auch bei vorsichtiger Bewertung keinen Bilanzverlust aus. Die Gesellschaft hat zur Umwandlung des Fremdkapitals eine Kapitalerhöhung durch Verrechnung durchzuführen und die neuen Aktien ausschliesslich den bisherigen Gläubigern an Zahlung statt auszuhändigen.

2. In vielen Fällen wird erst zu einer Sanierung geschritten, wenn das Aktienkapital teilweise bereits durch einen Bilanzverlust aufgezehrt ist. In einem solchen Fall muss vorerst der Bilanzverlust durch eine entsprechende Kapitalherabsetzung beseitigt werden. Bei der Wiedererhöhung des Aktienkapitals wird ein Debt Equity Swap durchgeführt, wobei ein Verlustvortrag mit einem Agio aus der Kapitalerhöhung verrechnet und ausgebucht werden kann.

In der Praxis ist eine Bilanzsanierung durch Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital vielfach mit beträchtlichen Schwierigkeiten verbunden, ergeben sich doch unter den verschiedenen Kapitalgebern nicht zu unterschätzende Interessenkonflikte. Diese wirken sich besonders erschwerend bei einer grossen Zahl von in- und ausländischen kreditgebenden Banken aus. Besondere Komplikationen entstehen bei ausstehenden Anleiheobligationen, denn die Anwendung der Vorschriften über die Gläubigergemeinschaft kann den zeitlichen Sanierungsablauf verzögern.

Beispiel Debt Equity Swap Von-Roll-Konzern

Der deutliche Konjunkturrückgang in der Investitionsgüterindustrie hat im ertragsschwachen Von-Roll-Konzern nach 1999 zu erheblichen Bilanzverlusten und damit einem massiven Rückgang des Eigenkapitals (Konzern Ende 2002 1.5 %, Holding 3.8 % der Bilanzsumme) geführt. OR 725 zwang den Verwaltungsrat, unverzüglich Sanierungsmassnahmen einzuleiten. Im Rahmen der umfassenden Bilanzsanierung wurde den kreditgebenden Banken folgender Vorschlag unterbreitet:

Entweder Forderungsverzicht von 85 % der Kreditsumme und Barauszahlung von 15 % zuzüglich aufgelaufene Zinsen oder Debt Equity Swap mit Umwandlung der Forderungen in Aktien mit durch Kapitalschnitt reduzierten Nennwert von CHF 0.10 (vorher CHF 10) zum Ausgabepreis von CHF 1.33. Als Alternative konnten die Banken anstelle des Debt Equity Swaps Optionen zum Preis von CHF 1.23 beziehen. Dem Debt Equity Swap kam für die Erhöhung des Eigenkapitals eine zentrale Rolle zu. Banken und Anleihegläubiger haben durch Zustimmung zum Sanierungsvorschlag zu einer Aktienkapitalerhöhung durch Bezug von 82.9 Mio. Aktien von CHF 8.3 Mio. nominal und Agio-Einzahlung in die Kapitalreserven von CHF 136.3 Mio. beigetragen. Eine weitere Zunahme der Kapitalreserve um CHF 34.3 Mio. ergab sich aus dem alternativen Bezug von Optionen. Durch Barrückzahlungen und Forderungsverzicht sowie die Debt Equity Swap konnten die Finanzverbindlichkeiten von CHF 171.0 Mio. auf 46.0 Mio. reduziert und der Eigenfinanzierungsgrad in der Konzernbilanz 2003 auf 36.1 % erhöht werden.⁴⁵⁹

459 Quelle: Von Roll Geschäftsberichte 2002 und 2003.

Ein Debt Equity Swap ist ein damit ein geeignetes Instrument, um das Eigenkapital zu erhöhen. Damit kann nicht nur eine Unterbilanz, sondern gar eine Überschuldung beseitigt werden. Häufig wird die Kapitalerhöhung mit einem Agio vollzogen, welcher dann für die Verlustkompensation verwendet werden kann.⁴⁶⁰

Für die Aktionäre kommt der Debt Equity Swap einem Kontrollverlust gleich. Ihre Position wird verwässert und die Banken können von der positiven, prospektiven Entwicklung profitieren. Nach OR 704 II müssen zwei Drittel der Aktionäre diesem Vorhaben zustimmen.⁴⁶¹

Für die Banken besteht ein latentes Risiko einer Gefahr für eine Nachliberierung, da die Theorie der Verrechnung von werthaltigen Vermögenswerten für die Liberierung zurückgreift. Sie ist jedoch umstritten.⁴⁶²

18.7.9 Befriedigung von Gläubigern durch Übertragung von Aktiven zur Schuldentilgung

Eine weitere Möglichkeit ist die Befriedigung von Gläubigern durch die Übertragung von Aktiven für die Schuldentilgung. Dieser Vorgang wird auch als Debt Asset Swap bezeichnet. Ihr Vorteil liegt darin, dass das Fremdkapital reduziert werden kann und die Kosten für einen Verkauf von Vermögenswerten umgangen werden kann.⁴⁶³

Eine Verrechnung erfolgt in der Regel mit einem erheblichen Diskont von Seiten der Gläubiger, welcher bis zu 80 % ausmachen kann. Somit erfüllt er die gleichen Wirkungen wie ein Forderungsverzicht. Rechtlich besteht die Gefahr einer Anfechtbarkeit einer solchen Transaktion nach SchKG 288 bzw. auch zivil- und strafrechtliche Klagen für die handelnden Geschäftsorgane nach sich ziehen.⁴⁶⁴

18.7.10 Sanierung durch Forderungsverzicht

Bei zahlreichen Sanierungen haben die Gläubiger eine Kapitaleinbusse auf sich zu nehmen, indem sie aufgrund eines Nachlassvertrages auf einen Teil ihrer Forderungen verzichten müssen. In erster Linie handelt es sich dabei um den Erlass von verfallenen Zinsen. Nicht selten ist aber ein teilweiser Erlass der Kapitalforderung (Schulderlass) unumgänglich.

460 Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, Zürich 2020, S. 76 ff.

461 Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, Zürich 2020, S. 77.

462 Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, Zürich 2020, S. 78.

463 Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, Zürich 2020, S. 83.

464 Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, 2020, S. 84.

Für die nähere Ausgestaltung sind im privatrechtlichen Nachlassverfahren der Phantasie keine Grenzen gesetzt. Insbesondere kann der Forderungsverzicht nach der Gläubigerkategorie differenziert werden, z.B. nach ihrer Stellung in einem öffentlich-rechtlichen Verfahren (privilegierte bzw. nicht privilegierte pfandgesicherte bzw. ungesicherte Forderungen, erwartetes Verlustrisiko), geschäftliche Interessen u. a. Es ist auch möglich, ihnen die Entscheidung zwischen Sanierungsalternativen freizustellen. Der Forderungsverzicht weist aus der Sicht der Gesellschaft als stille Sanierungsmassnahme entscheidende Vorteile auf. Er ist einfach in der Durchführung, bedarf keiner besonderer Formalitäten und verursacht keine weiteren Kosten. Zumal kann er äusserst diskret abgewickelt werden, wenn er z. B. im Jahresabschluss buchhalterisch lediglich als betriebsfremder Ertrag ausgewiesen wird.

Für die Gläubiger stellt ein Forderungsverzicht die Aufgabe einer gut geschützten Rechtslage dar. Sie werden daher nur dazu bereit sein, wenn sie zur Einsicht gelangen, dass die Aktionäre alle möglichen Massnahmen ergriffen haben, um ein Unternehmen zu sanieren. Auch müssen aus ihrer Position alle ungesicherten Finanzgläubiger gleichbehandelt und auf den gleichen Betrag verzichten müssen.⁴⁶⁵

18.7.11 Sanierungsgenusschein und Besserungsschein

Ein **Besserungsschein** liegt vor, wenn die aus der Verpflichtung entlassene Kapitalgesellschaft oder Genossenschaft dem Gläubiger, welcher an der zu sanierenden Gesellschaft oder Genossenschaft nicht beteiligt ist, das Recht einräumt, im Falle einer Verbesserung ihrer Vermögenslage wieder auf seine Forderung zurückkommen zu können. Wenn der Gläubiger definitiv auf seine Forderung verzichtet und die Schuldnerin ihm verspricht, im Falle einer Verbesserung ihrer Vermögenslage, gestützt auf Beschlüsse der Generalversammlung, einen Teil des Gewinns auszuschütten, liegt ein **Sanierungsgenusschein** vor.⁴⁶⁶

Ein Nachlassvertrag bedeutet immer einen einschneidenden Eingriff in die Gläubigerrechte. Um die Gläubiger für die Opfer des Forderungsverzichtes teilweise zu entschädigen und den guten Willen zu beweisen, gaben Aktiengesellschaften bei Sanierungen ihren Gläubigern bei einem definitiven Forderungsverzicht vielfach **Genusscheine** ab, die für den Fall einer späteren Wiedererstarkung der Unternehmung den Inhabern gewisse Vermögensrechte, insbesondere einen Anspruch auf Gewinnanteil gewähren.

⁴⁶⁵ Schenker, U.: Sanierung und Restrukturierung von Unternehmen, rechtliche und steuerrechtliche Rahmenbedingungen, Walder Wyss, 2020, S. 85.

⁴⁶⁶ KS Nr. 32 Sanierung von Kapitalgesellschaften und Genossenschaften vom 23. Dezember 2010, S. 12.

Der Sanierungsgenussschein unterscheidet sich gegenüber den bei anderen Anlässen emittierten Genussscheinen. So behielt sich vor der Aktienrechtsrevision 1991 die Gesellschaft in der Regel das Recht vor, einen Teil oder alle ausstehenden Genussscheine jederzeit zu einem zum Voraus festgelegten Betrag zurückzukaufen. Der Rückzahlungswert ist verrechnungssteuerpflichtig. Wichtig ist, dass die Ausgabe der Sanierungsgenussscheine nicht Zug um Zug mit dem Verzicht des Empfängers auf Ansprüche zu erfolgen hat.

Es kann daher mit der Beschlussfassung über die Abgabe von Genussscheinen auch zugewartet werden, bis sich die Ertragslage der sanierten Unternehmung soweit gefestigt hat, dass die im Genussschein verbrieften Vermögensrechte eine reale Bedeutung erhalten. Mit dem BGE 93 II 393 wurde entgegen einem Entscheid des Handelsgerichtes des Kantons Zürich die Abgabe von Genussscheinen durch die AG Hallenstadion Zürich 20 Jahre nach der erfolgten Sanierung als zulässig erklärt.

Vom Sanierungsgenussschein zu unterscheiden ist der Besserungsschein (*certificat de pretention*). Die beiden Begriffe werden in der Praxis hin und wieder verwechselt, weil auch der Sanierungsgenussschein auf bessere Zeiten vertröstet.

Verzichten Gläubiger auf ihre Forderungen, kann ihnen mit dem Besserungsschein aufschiebend bedingt für den Fall einer späteren günstigen Vermögens- und Ertragsentwicklung ein Aufleben ihrer Forderung zugesichert werden. Die Forderung gilt jedoch rechtlich beim Schuldner im Rahmen des Sanierungsplanes als getilgt. Der Gläubiger muss den Betrag als Verlust ausbuchen. Im Gegensatz zum Genussschein als einem gesellschaftsrechtlichen Beteiligungspapier (OR 657) erfordert die Ausgabe von Besserungsscheinen keine statutarische Grundlage, was Böckli gesellschaftsrechtlich als problematisch beurteilt.⁴⁶⁷

Als zusätzliches Entgelt für den Forderungsverzicht kann die Gesellschaft die Abgabe von Besserungsscheinen mit *Optionsrechte* ergänzen. Die sanierte Unternehmung muss jedoch, obwohl Besserungsscheine keine Eventualverpflichtungen darstellen, im Anhang auf diese hinweisen, weil die Angabe »zur möglichst zuverlässigen Beurteilung der Vermögenslage« unerlässlich ist.

Beispiel Ausgabe von Besserungsscheinen und Optionen Sanierung der Sihl März 2001

Im Gegenzug zu ihren Forderungsverzichten erhalten UBS und ZKB

- Besserungsscheine bei Desinvestitionen von Beteiligungen und Immobilien, sofern alle Erlöse CHF 33 Mio. übersteigen, partizipieren die Banken an diesen Mehrerlösen bis zum gewährten Forderungsverzicht zuzüglich Zinsen von 6 % p. a. Die Bilanzwerte dieser Desinvestitionen betragen gesamthaft CHF 33 Mio.
- 75 000 Optionen fest auf Namenaktien im Nominalwert von CHF 3 Mio.

467 Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht, Zürich 2010, S. 648.

- 0 bis max. 200 000 Optionen in Abhängigkeit zum Verlust aus dem Forderungsverzicht.

Beispiel Abgeltung von Forderungsverzichten mit Optionen Mikron AG

Forderungsverzicht der Kreditgeber im Umfang von rund TCHF 200 000. Als Gegenleistung werden den Kreditgebern Optionsscheine zugeteilt, für den Kauf von 2 570 000 Aktien unter Ausschluss des Bezugsrechtes der bisherigen Aktionäre zum Preis von 10 Rappen pro Aktie (= Nennwert).⁴⁶⁸

18.8 Liquiditäts- und Ertragsoptimierung

Kurzfristig ist die Liquidität zu optimieren, langfristig sind Massnahmen notwendig, um die Erträge zu stärken. Die Zahlungsfähigkeit stellt die Existenz des Unternehmens sicher und nimmt daher in der Sanierung eine zentrale Rolle ein. Die Liquidität kann daher mit folgenden Massnahmen gestärkt werden:⁴⁶⁹

- Striktes Einkaufsmanagement und Verhandlung von Preisnachlässen,
- Leasing anstelle eines Kaufs,
- striktes Kreditorenmanagement durch Ausnützung von Zahlungsfristen,
- Stundung von Kapital- und Zinszahlungen,
- Verringerung von Durchlaufzeiten im Umlaufvermögen,
- striktes Forderungsmanagement durch Reduktion von Zahlungsfristen,
- Lagerabbau,
- Desinvestition und Vermietungen,
- Ausnützung von Potenzialen bei der Aussenfinanzierung.

Neben der Liquidität ist auch das Ertragspotenzial zu prüfen. Insbesondere das Leistungsangebot, Optimierung des Personalbestands und der Betriebskosten sind hierzu vertieft zu prüfen.⁴⁷⁰

468 Quelle: Geschäftsbericht 2002.

469 Müller-Ganz, J.: Turnaround – Restrukturierung und Sanierung von Unternehmen, Zürich 2004, S. 67 ff.

470 Müller-Ganz, J.: Turnaround – Restrukturierung und Sanierung von Unternehmen, Zürich 2004, S. 79 ff.

18.9 Sanierungsfusion

Für eine Aktiengesellschaft in einer wirtschaftlichen Krise kann auch der Zusammenschluss mit einer grösseren Gesellschaft ein Mittel zur Lösung der finanziellen Schwierigkeiten sein. Deshalb sieht das FusG ausdrücklich vor, dass eine wirtschaftlich starke Gesellschaft eine Gesellschaft mit einem hälftigen Kapitalverlust oder mit einer Überschuldung eine **Sanierungsfusion** durchführen kann.⁴⁷¹ Im Fall einer Überschuldung ist allerdings innerhalb der von der bundesgerichtlichen Praxis eingeräumten Toleranzfrist von vier bis sechs Wochen bzw. die gesetzliche Frist von 90 Tagen die von OR 725b IV Ziff. 2 geforderte Benachrichtigung des Richters dennoch vorzunehmen. Der Richter kann den Konkursaufschub (OR 725b IV) gewähren, wenn auf Grund des Fusionsvorhabens Aussicht auf eine Sanierung besteht. In den folgenden Ausführungen wird vorausgesetzt, dass die gesunde Gesellschaft als übernehmende Gesellschaft auftritt. Es ist allerdings auch der umgekehrte Vorgang möglich. Die gesunde wird in die kranke Gesellschaft »hineinfusioniert«.

Eine grundlegende Voraussetzung für eine Sanierungsfusion ist bei der übernehmenden Gesellschaft frei verwendbares, d. h. über der Ausschüttungssperre liegendes Eigenkapital, welches die Unterdeckung bei der übertragenden Gesellschaft ausgleicht. Es liegt auf der Hand, dass ein schlagartiger Eigenkapitalschwund zum Ausgleich der gegebenenfalls hohen Unterdeckung der absorbierten Gesellschaft weder im Interesse der Aktionäre noch der Gläubiger der übernehmenden Gesellschaft liegt und für die Sanierungsfusion gewichtige Gründe vorliegen müssen.

Eine Sanierungsfusion kommt deshalb vor allem in Konzernen durch Absorption einer Tochtergesellschaft (Up Stream Merger) und durch Fusion von Schwestergesellschaften vor. Ein besonderes Problem bei Sanierungsfusionen ist die Festlegung eines betriebswirtschaftlich korrekten Umtauschverhältnisses, ist doch der Unternehmenswert der notleidenden Gesellschaft null oder höchst bescheiden. Es gilt vor allem, eine ungesetzliche Unterpari-Emission bei der übernehmenden Gesellschaft zu vermeiden. Eine Sanierungsfusion zwischen einer grösseren gesunden Kerngesellschaft und einer kleineren notleidenden Gesellschaft ist aus der Sicht aller Beteiligten ein vertretbares Risiko. In allen anderen Fällen ist sie für die Aktionäre und Gläubiger der übernehmenden Gesellschaft ein riskantes Unterfangen.⁴⁷²

Beispiel Sanierungsfusion Grasshopper Fussball AG, Zürich

Die Gesellschaft erzielte seit Jahren erhebliche Verluste und wäre ohne Forderungsverzicht eines Gläubigers in erheblichem Umfang überschuldet. Das Aktienkapital wurde deshalb an der Generalversammlung vom 6. Mai 2005 von CHF 15 Mio. auf CHF 150 000 als vorbereitende Massnahme für die Absorptionfusion herabgesetzt. Diese genehmigte einen Fusionsvertrag mit der neue Grass-

471 Glauser, P. M.: La fusion d'assainissement, in: ST 11/2004, S. 1000 ff.

472 Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht, Zürich 2010, S. 411.

hopper Fussball AG als Sanierungsfusion gemäss FusG 6, um den Konkurs der Gesellschaft zu vermeiden.⁴⁷³

Beispiel Sanierungsfusion C+M Dental AG, Biel

Die Gesellschaft übernimmt gemäss Fusionsvertrag vom 1. März 2010 und Bilanz vom 30. September 2009 Aktiven von CHF 20 455 107.10 und Fremdkapital von CHF 28 078 090.00 der sanierungsbedürftigen C+M Dental AG. Nachdem die übernehmende Gesellschaft alle Aktien der übertragenden Gesellschaft besitzt, findet weder eine Aktienkapitalerhöhung noch eine Aktienzuteilung statt. Die übernehmende Gesellschaft weist gemäss Bestätigung eines staatlich beaufsichtigten Revisionsunternehmens frei verwendbares Eigenkapital im Umfang des Kapitalverlustes und der Überschuldung aus.⁴⁷⁴

Bei einem Up Stream Merger (Absorption einer Tochtergesellschaft) kann ein Buchverlust aus einer Fusion steuerrechtlich geltend gemacht werden, sofern es ein echter Fusionsverlust ist. Dieser ist gegeben, wenn keine stille Reserven bei der Sanierung mehr bestehen.⁴⁷⁵

Die Muttergesellschaft kann grundsätzlich die Verluste von der Tochtergesellschaft übernehmen und mit künftigen Gewinnen verrechnen. Sofern eine Steuerumgehung vorliegt, kann die ESTV die Verlustübernahme nicht zulassen. Eine solche ist gegeben bei⁴⁷⁶

- bei einem liquiditätsreifen Zustand der Tochtergesellschaft mit einer geplanten, nachfolgenden Absorption,
- bei einer Einstellung der Tochtergesellschaft unmittelbar nach der Fusion,
- bei fehlender Geschäftstätigkeit der Tochtergesellschaft im Zeitpunkt der Absorption.

Auch bei einer Sanierungsfusion zwischen Schwestergesellschaften können grundsätzlich die Vorjahresverluste übertragen werden, sofern keine Steuerumgehung vorliegt.⁴⁷⁷

473 Quelle: Einladung zur GV vom 31.3.2005.

474 Quelle: HR-Tagebucheintrag vom 19.3.2010.

475 KS Nr. 32 Sanierung von Kapitalgesellschaften und Genossenschaften vom 23.12.2010, S. 15.

476 KS Nr. 32 Sanierung von Kapitalgesellschaften und Genossenschaften vom 23.12.2010, S. 16.

477 KS Nr. 32 Sanierung von Kapitalgesellschaften und Genossenschaften vom 23.12.2010, S. 16.

18.10 Steuerrechtliche Aspekte der Sanierung

18.10.1 Grundlagen

Die Durchführung einer Sanierung ist vor allem bei grösseren Gesellschaften stets ein komplexer, interdisziplinärer Vorgang.⁴⁷⁸ Einen Schwerpunkt der Sanierungsmassnahmen bilden die Auswirkungen auf die verschiedenen Steuerarten wie direkte Steuern, Verrechnungssteuer, Emissionsabgaben und Mehrwertsteuer, und zwar auf der Ebene der zu sanierenden Gesellschaft wie bei den sanierungsleistungserbringenden Personen.

Die Steuergesetzgebung kennt im Gegensatz zum Aktienrecht den Begriff der Sanierung nicht. Er wird jedoch von der ESTV mit dem Kreisschreiben (KS Nr. 32) für die Praxis präzise umschrieben.

Steuerrechtlich ist die Notwendigkeit einer Sanierung gegeben (Sanierungsbedürftigkeit), wenn eine echte Unterbilanz vorliegt und die Gesellschaft über keine offenen Reserven oder stillen Reserven mehr verfügt, um die ausgewiesenen Verluste auszubuchen.⁴⁷⁹ Als steuerrechtlich relevant gelten nur Sanierungsmassnahmen, welche durch Zuflüsse von Leistungen zur Beseitigung oder Reduktion einer echten Unterbilanz führen.

Aus steuerlicher Sicht sind bei den Sanierungsmassnahmen bei den Leistungserbringern zu unterscheiden:

- Gesellschafter, entweder als natürliche oder juristische Personen,
- Unabhängige, d. h. nicht nahestehende unbeteiligte Dritte und
- Schwester- und Tochtergesellschaften.

Bei den erbrachten Leistungen sind zu unterscheiden:

- à-fonds-perdu-Leistungen und Zuschüsse,
- Kapitaleinlagen, einschliesslich à-fonds-perdu-Zuschüsse, wenn sie offen verbucht und ausgewiesen werden und
- Forderungsverzichte.

In der bisherigen Steuerpraxis wurden zwischen den Varianten definitiver und bedingter Forderungsverzicht unterschieden. Als definitiv galten bisher Forderungsverzichte ohne damit verbundene Genuss- und Besserungsscheine. Ein sogenannter bedingter Forderungsverzicht wurde rechtlich unpräzise angenommen, wenn er mit einer Besserungsabrede auf eine spätere Entschädigung bei einer günstigen Ertragsentwicklung verbunden war (Besserungsschein).

478 Schalcher, F.: Die Sanierung von Kapitalgesellschaften im schweizerischen Steuerrecht, Bern 2008, S. 3.

479 KS Nr. 32 Sanierung von Kapitalgesellschaften und Genossenschaften vom 23.12.2010, S. 3.

Mit einem Entscheid hat das Bundesverwaltungsgericht⁴⁸⁰ die Unterscheidung als irrelevant erklärt, weil in beiden Fällen die notleidende Gesellschaft ebenso wie die verzichtende Gesellschaft die ursprüngliche Forderung definitiv ausbuchen.

Auch wenn die steuerlichen Folgen für die Erbringer von Sanierungsleistungen eine nicht zu unterschätzende Bedeutung haben, können diese nicht mit der notwendigen Ausführlichkeit dargestellt werden. Für die umfangreichen Einzelheiten wird auf das KS 32 der ESTV verwiesen. Die folgenden Ausführungen beschränken sich deshalb auf die steuerlichen Auswirkungen von Sanierungsmaßnahmen auf die zu sanierende Gesellschaft. Die Folgen bei der Mehrwertsteuer beziehen sich primär auf die Anwendung des Meldeverfahrens nach MWSTG 38.

18.10.2 Direkte Steuern

Auf der Ebene der Unternehmung wirken sich die einzelnen Sanierungsleistungen wie folgt aus:

- **Forderungsverzichte und à-fonds-perdu-Leistungen durch Dritte:** Diese sind sogenannten **echte Sanierungserträge** und damit gewinnsteuerwirksam. Alle zu Lasten von echten Sanierungserträgen vorgenommenen Verlustausbuchungen, Abschreibungen und Rückstellungen gelten als steuerlich erfolgt. Die Sanierungsleistungen können nach DBG 67 II zeitlich unbeschränkt mit Verlusten verrechnet werden.
- **Forderungsverzichte auf passiven Darlehen und à-fonds-perdu-Leistungen durch Gesellschafter:** Dadurch entstehen ertragsneutrale, sogenannte **unechte Sanierungserträge**. Die zu Lasten von solchen Erträgen, handelsrechtlich vorgenommenen Verlustausbuchungen sowie Abschreibungen und Rückstellungen gelten steuerlich als nicht erfolgt.

Unechte Sanierungserträge bestehen, wenn vor der Sanierung verdecktes Eigenkapital bestand oder Geschäftsdarlehen durch Gesellschafter gewährt werden, die für die Sanierung von Dritten bzw. von Banken nicht gewährt worden wären.⁴⁸¹

Bei den Forderungsverzichten gilt als Sonderregelung die Unterscheidung zwischen definitiven Forderungsverzichten von Gesellschafter und Dritten sowie von Schwester- und Tochtergesellschaften, welche dem Drittvergleich standhalten. Diese führen zu ordentlichen Sanierungserträgen. Wird der Forderungsverzicht mit der Abgabe von Besserungsscheinen kombiniert, sind spätere Leistungen zu Gunsten der verzichtenden Personen für die Gesellschaft geschäftsmässig begründeter Aufwand, spätere Leistungen an die Inhaber von Sanierungsgenussscheinen dagegen nicht.

480 Prinzen, M./Schneider, L./Jutzi, M.: Erlass der Emissionsabgabe beim Forderungsverzicht gegen Ausgabe von Besserungsscheinen, in: ST 12/2010, S. 887 ff.

481 KS Nr. 32 Sanierung von Kapitalgesellschaften und Genossenschaften vom 23.12.2010, S. 8.

Der Effekt in der Jahresrechnung hat unterschiedliche Folgen:

- **Kapitaleinlagen nach DBG 60:** Es handelt sich um unechte Sanierungserträge, wenn die Einlagen von Inhabern von Beteiligungsrechten stammen. Bei Erfassung über das Kapitaleinlageprinzip gelten diese als steuerlich anerkannte Kapitaleinlagen.
- **Kapitalherabsetzung zum Ausgleich von Bilanzverlusten:** Diese ist aus steuerlicher Sicht ein erfolgsneutraler und damit nicht gewinnwirksamer Vorgang.

18.10.3 Emissionsabgabe

Für die Emissionsabgaben bei offenen Sanierungen (Kapitalerhöhung nach Kapitalherabsetzung) oder Zuschüssen bei stiller Sanierung besteht für die Emissionsabgabe eine Freigrenze im Betrag von gesamthaft CHF 10 Mio. Diese gilt auch bei der Begründung von Beteiligungsrechten bei Auffangesellschaften (Neugründung oder Übernahme von Betrieben oder Teilbetrieben). Übersteigt der Betrag der Sanierungsleistungen die Freigrenze, besteht die Möglichkeit nach StG 12 die Härteklausele anzurufen.⁴⁸² Die Ausgabe von Besserungsscheinen unterliegt im Gegensatz zur Ausgabe von Genussscheinen (StG 9 I lit. d) nicht der Emissionsabgabe.

18.10.4 Verrechnungssteuer

Für die Verrechnungssteuer ist zu prüfen, ob der Ausnahmeartikel StG 5 I lit. a greift. Auf der Ebene der sanierten Gesellschaften sind Zuschüsse und Forderungsverzichte nicht Gegenstand der Verrechnungssteuer. Eine Ausnahme davon sind Zuschüsse zwischen Schwestergesellschaften, die einem Drittvergleich nicht standhalten können.⁴⁸³

18.11 Rolle der kreditgebenden Bank in der Sanierung

Die Banken haben ein Interesse daran, ihre Verluste und Ausfallrisiken aus Krediten zu vermeiden oder zu minimieren. Sie versuchen daher mittels risikoadjustierten Zinskosten die Verlustrisiken zu reduzieren. Dies führt jedoch dazu, dass die Zinslast bei höheren Ausfallrisiken steigen. Dies trifft auf Unternehmen in einer Sanierung entsprechend zu und verschärft ihre Ausgangslage. Andererseits haben die Banken wenig Interesse daran, ein Unternehmen in den Konkurs zu führen, da ihr eigenes Verlustrisiko dann ein maximales Niveau erreichen kann.⁴⁸⁴

482 KS Nr. 32 Sanierung von Kapitalgesellschaften und Genossenschaften vom 23.12.2010, S. 12.

483 KS Nr. 32 Sanierung von Kapitalgesellschaften und Genossenschaften vom 23.12.2010, S. 11.

484 Müller-Ganz, J: Turnaround, Zürich 2004, S. 213 f.

Die Ziele einer kreditgebenden Bank sind daher die Vermeidung von Kreditverlusten, Wiedererlangung einer ertragsstarken Geschäftsbeziehung und Vermeidung von Imageverlusten.

Daher wird eine kreditgebende Bank eine Lagebeurteilung vollziehen und folgende Punkte in dies Beurteilung einfließen lassen:⁴⁸⁵

- **Wie hoch sind die Erfolgchancen des Turnarounds und des Sanierungsplans?**
 - Plausibilität des Sanierungsplans?
 - Machbarkeit?
 - Glaubwürdigkeit des Sanierungsplans?
 - Zusätzlicher Liquiditätsbedarf?
 - Qualifikation, Integrität und Vertrauen in die Unternehmensführung?
 - Transparenz und Offenheit?
- **Wie hoch ist das Schadenspotenzial?**
 - Finanzielle Verluste im Konkursfall?
 - Haftungsrisiken?
 - Imageschaden?
 - Faktische Organschaft?

Wenn eine Bank ein notleidendes Unternehmen unterstützt, dann wird es weitere Liquidität als Überbrückungskredit bereitstellen. In einer negativen Beurteilung folgt eine Kreditablösung oder Teilliquidation oder vollständige Liquidation eines Unternehmens.⁴⁸⁶

18.12 Aufwertung von Beteiligungen und Liegenschaften

Im Rechnungslegungsrecht gilt der Grundsatz der maximalen Bewertung zu Anschaffungs- oder Herstellungskosten nach OR 960a I. In einer Sanierungslage besteht jedoch für Vereine mit Handelsregistereintrag, Stiftungen, Aktiengesellschaften, GmbH oder Genossenschaften die Möglichkeit, eine Beteiligung oder Liegenschaft aufzuwerten, um einen hälftigen Kapitalverlust oder Überschuldung auszugleichen.⁴⁸⁷ Die Voraussetzungen für eine Aufwertung sind:⁴⁸⁸

1. Es bestehen Beteiligungen oder/und Liegenschaften.
2. Es liegt ein hälftiger Kapitalverlust oder eine Überschuldung vor.
3. Eine Aufwertung bis zu einem wirklichen Wert oder eines hälftigen Kapitalverlusts oder Überschuldung ist möglich.
4. Eine Revisionsstelle bestätigt die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen.

485 Müller-Ganz, J: Turnaround, Zürich 2004, S. 215.

486 Müller-Ganz, J: Turnaround, 2004, S. 215.

487 HWP, Band Buchführung und Rechnungslegung, N 882, Zürich 2023, S. 325.

488 HWP, Band Buchführung und Rechnungslegung, N 883, Zürich 2023, S. 325.

Der Verlust, der hälftige Kapitalverlust oder die Überschuldung müssen nicht vollständig beseitigt werden. Jedoch darf nach OR 725b die Aufwertung begrenzt auf den hälftigen Kapitalverlust bzw. die Überschuldung. Weiter ist eine gesetzliche Aufwertungsreserve für jenen Betrag zu erfassen, welcher über den Anschaffungs- und Herstellungskosten zu liegen kommt.⁴⁸⁹ Die Aufwertungsreserve ist erfolgsneutral Teil des Eigenkapitals. Im Anhang ist auf eine Aufwertungsfall hinzuweisen und eine Aufwertung wird dem steuerbaren Gewinn nach DBG 58 I hinzugerechnet.⁴⁹⁰

Eine Aufwertungsreserve darf nach OR 725c III durch Umwandlung in Aktienkapital, durch Veräusserung oder Wertberichtigung aufgelöst werden.

18.13 Praxisbeispiele

18.13.1 Nachlassverfahren

Die T-Gruppe mit Stammhausstruktur der Obergesellschaft (Nahrungsmittelindustrie) ist nicht börsennotiert. Neben mehreren Hauptaktionären sind noch verschiedene Streubesitzaktionäre beteiligt. Die wachsende Konzentration im Detailhandel mit dem damit verbundenen Druck der Abnehmer auf die Preise, steigende Rohstoffkosten und zu hohe Fixkosten wegen Überkapazitäten führten seit Jahren zu unzureichenden Margen (Ertragskrise). Die vom Verwaltungsrat beschlossene strategische Neuausrichtung der Gruppe konnte wegen Finanzierungsschwierigkeiten nicht mehr umgesetzt werden (Strategiekrise). Wegen sinkender Umsätze und damit zusammenhängend steigender Mittelbindung in den Vorräten hat sich der Liquiditätsengpass trotz verschiedenen Desinvestitionen spürbar verschärft. Es bestand die begründete Besorgnis einer Überschuldung. Weil eine Fortführung der Geschäftstätigkeit nicht mehr realistisch war, musste eine Zwischenbilanz zur Veräusserungswerten erstellt werden (aOR 725 II). Der Verwaltungsrat sah sich veranlasst, eine provisorische Nachlassstundung zu verlangen. In der Folge wurde die definitive Nachlassstundung bewilligt. Zur Sicherung der Liquidität während des Nachlassverfahrens gewährten die Banken einen Überbrückungskredit von CHF 85 Mio. Die Liquidation wurde durch Genehmigung des Nachlassvertrages mit Vermögensabtretung (SchKG 317 ff.) eingeleitet. Dem Sachwalter gelang es, verschiedene Geschäftsbereiche zügig an Konkurrenten zu verkaufen. Die Abwicklung des Verfahrens nahm trotzdem zehn Jahre in Anspruch. Die Forderungen der 1. + 2. Klasse wurden zu 100 % befriedigt, die ungesicherten Gläubiger der 3. Klasse mit 46 %. Die Nachlassdividende fiel damit wesentlich höher aus als die ursprünglich angenommenen 20 %. Dies hängt u. a. damit zusammen, dass die operativen Tätigkeiten ohne Betriebsunterbruch bis zur Übernahme durch die Käufer weitergeführt

489 HWP, Band Buchführung und Rechnungslegung, N 898, Zürich 2023, S. 330.

490 HWP, Band Buchführung und Rechnungslegung, N 882, Zürich, 2023, S. 333.

werden konnten und die Verkaufserlöse der übrigen Aktiven über den seinerzeitigen Schätzungen im Nachlassstatus lagen.

Beispiel zur summarischen Zwischenbilanz des Stammhauses der T-Gruppe zu Veräusserungswerten in CHF Mio. gegen Ende Jahr 3

Flüssige Mittel	39	Verbindlichkeiten L + L	177
Forderungen L + L	161	Finanzverbindlichkeiten	419
Vorräte	45	Übrige Verbindlichkeiten	75
Umlaufvermögen	245	Langfristige Finanzverbind.	0
Finanzanlagevermögen	36	Fremdkapital	671
Sachanlagevermögen	143	Aktienkapital	100
Immaterielles Anlagevermögen	0	Allgemeine Reserven	20
		Aufwertungsreserve	15
		Verlustvortrag	-77
Anlagevermögen	179	Jahresverlust	-305
		Eigenkapital	- 247
Bilanzsumme	424	Bilanzsumme	424

Auswirkungen der Umstellung von Fortführungs- auf Veräusserungswerte

Ausserordentliche Abschreibungen Sachanlagevermögen	161
Ausserordentliche Abschreibungen finanzielles Anlagevermögen	41
Übrige ausserordentliche Wertberichtigungen	17
Rückstellungen Kosten Nachlassverfahren	40
Zwischentotal	259
Operativer Verlust laufendes Geschäftsjahr	46
Jahresverlust	305

Eigenkapitalentwicklung in den beiden letzten Geschäftsjahren

	Jahr 1	Jahr 2
Aktienkapital	100	100
Allgemeine Reserve	20	20
Aufwertungsreserve	0	38
Bilanzverlust	43	77

Die Analyse des ausgewiesenen Eigenkapitals zeigt im Jahr 1 eine Unterbilanz ohne gesetzliche Folgen. Im Jahr 2 zeigt die Bilanz einen hälftigen Kapitalverlust nach aOR 725, da der Bilanzverlust von CHF 77 Mio. 50 % des Aktienkapitals und der gesetzlichen Reserve übersteigt. Deshalb wurde von der Möglichkeit einer Aufwertung von Beteiligungen nach OR 670 Gebrauch gemacht. Die Revisionsstelle beurteilte dieses Vorgehen als gesetzeskonform (OR 670 II). Die Abnahme der Aufwertungsreserve von CHF 38 Mio. auf CHF 15 Mio. in der Zwischenbilanz ist auf den Verkauf einer aufgewerteten Beteiligung zurückzuführen. Mit der Einleitung des Nachlassverfahrens mussten die langfristigen Finanzverbindlichkeiten von rund CHF 300 Mio. auf das kurzfristige Fremdkapital umgebucht werden. Weil keine Absicht bestanden hat, die Gruppe als Ganzes zu veräussern und die Geschäftstätigkeit der verbliebenen Tochtergesellschaften aus Gruppensicht nicht mehr wesentlich ist, wurde im Einvernehmen mit dem Sachwalter auf die Erstellung einer Konzernrechnung verzichtet.

18.13.2 Going-Concern-Sanierung eines Industriekonzerns

Am Beispiel von Mikron kann die Sanierung eines Industriekonzerns nachvollzogen werden, welcher auch mit dem Problem des Going Concern betroffen gewesen ist.

Dar. 47: Mikron Summarische Bilanz Konzern in TCHF

Bilanzposition	31.12.2002	Sanierung	31.12.2003
Flüssige Mittel	34 332	+23 038	67 590
Forderungen Nettoguthaben aus Fertigungsaufträgen	120 451		99 268
Vorräte	55 429		60 626
Total Umlaufvermögen	210 212		227 484
Sachanlagen	207 469		182 808
Finanzanlagen	2 774		480
Immaterielle Anlagen	112 051		20 557
Übriges Anlagevermögen	3 680		4 212
Total Anlagevermögen	325 974		208 057
Total Aktiven	536 186		435 541
Banken	22 801	-328 276	8 492
Festkredite	222 915		0
Anleihen	92 929		0

Dar. 47: Mikron Summarische Bilanz Konzern in TCHF – Fortsetzung

Bilanzposition	31.12.2002	Sanierung	31.12.2003
Verbindlichkeiten L + L Nettoverbindlichkeiten aus Fertigungsaufträgen	15 145		18 590
Steuerverbindlichkeiten Kfr. Rückstellungen	58 256		41 132
Total kfr. Verbindlichkeiten	483 004		136 203
Banken	1 791	+50 000	39 482
Anleihen	8 599		19 906
Hypotheken	2 270		1 049
Sonstige lfr. Verbindlichkeiten	4 145		6 318
Übrige lfr. Verbindlichkeiten	28 636		23 591
Total lfr. Verbindlichkeiten	45 441		90 346
Total Fremdkapital	528 445		226 549
Aktienkapital	64 285	-64 1571 + 1 4842	1 612
Kapitalreserve	38 353	-38 4944 + 108 6702	108 518
Umrechnungsdifferenzen	-8 617		-10 049
Umbewertungsreserven	28 307		26 462
Kumulierte Verluste/ Gewinne	-114 587	+659 + 93 7263 + 38 4944 + 64 1571	82 449
Total Eigenkapital	7 741		208 992
Total Passiven	536 186		435 541

Dar. 48: Summarische Bilanz Holding in TCHF

Bilanzposition	31.12.2002	31.12.2003
Flüssige Mittel + Wertschriften	23 177	49 433
Forderungen	3 424	2 139
Kfr. Darlehen	1 000	3 101
Kfr. Darlehen an Konzerngesellschaften	17 182	9 414
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten	308	86
Total Umlaufvermögen	45 091	64 173

Dar. 48: Summarische Bilanz Holding in TCHF – Fortsetzung

Bilanzposition	31.12.2002	31.12.2003
Beteiligungen	79 329	37 716
Darlehen	99 344	199 527
Total Anlagevermögen	178 673	237 243
Schulden aus L + L Verbindlichkeiten	18 830	4 921
Bankschulden	56 620	0
Privatplatzierung	99 495	0
Kfr. Darlehen von Konzerngesellschaften	22 210	36 796
Total kfr. Fremdkapital	197 155	41 717
Privatplatzierung	0	16 065
Darlehen von Konzerngesellschaften	24 647	28 081
Rückstellungen	5 000	5 000
Total lfr. Fremdkapital	29 647	49 146
Total Fremdkapital	226 802	90 863
Aktienkapital	64 285	1 612
Allgemeine gesetzliche Reserve	63 366	108 670
Reserve für eigene Aktien	141	152
Bilanzgewinn/-verlust *	-130 830	100 119
Total Eigenkapital	3 038	210 553
Total Passiven	223 764	301 416

* nach Auflösung der gesetzlichen Reserve, Verlustvortrag CHF 67 464

Die Mikron Gruppe hatte 1999 zur Erweiterung ihrer Tätigkeit im Komponentengeschäft (u. a. Gehäuse für Mobiltelefone) in der New-Economy-Euphorie ihre Kapazitäten kräftig ausgebaut, was zu einer markanten Umsatzzunahme im Geschäftsjahr 2001 von CHF 478 (1998) auf CHF 665 Mio. (2001) und zu einer vorwiegend fremdfinanzierten Ausweitung der Bilanzsumme von CHF 422 auf CHF 707 Mio. geführt hat. In der Dotcom-Börsenblase hatte sich der Kurs der Mikron-Aktie 2000 verdoppelt (höchst 1 400). Die verlustreichen Desinvestitionen und Wertberichtigungen, insbesondere auf dem Goodwil, nach dem Markteinbruch hatte 2002 eine ernsthafte Ertrags- und Liquiditätskrise ausgelöst. Als erste Sanierungsmassnahme konnte mit den Banken ein Stillhalteabkommen abgeschlossen werden. Die Beschaffung von liquiden Mitteln zur Schuldentilgung durch Verkauf von Tochter-

gesellschaften wurde wegen ungenügendem Interesse auf dem Markt verhindert. Im Frühjahr 2003 drohte der Gruppe die Zahlungsunfähigkeit. Es ist dem Verwaltungsrat gelungen, zusätzliche liquide Mittel durch eine Schweizer Investorengruppe für eine Aktienkapitalerhöhung zu finden. Deshalb konnten der Generalversammlung vom 18. Juni 2003 folgende Sanierungsmassnahmen vorgeschlagen werden:

- Beseitigung der Unterbilanz durch eine Kapitalherabsetzung im Gesamtbetrag von CHF 64.3 auf CHF 1.3 Mio. mit Reduktion des Nennwertes der Aktien von CHF 50 auf CHF 0.10.
- Wiedererhöhung des Aktienkapitals in zwei Tranchen: Für die Investorengruppe um 11 571 336 Aktien zum Ausgabepreis von CHF 865 entsprechend einer Kapitaleinlage von CHF 100 092 056. Für Publikumsaktionäre um höchstens 1 285 704 Aktien zum Ausgabepreis von CHF 865, entsprechend einer Einlage von CHF 11 121 369. Das hohe Agio bei der Kapitalerhöhung führte zu einer Erhöhung der Kapitalreserven um CHF 110 Mio., abzüglich CHF 1.3 Mio. Kapitalerhöhungskosten, netto CHF 108.7 Mio.
- Bedingte Kapitalerhöhung zu Gunsten der Gläubigerbanken und der Gläubiger der Notes-Privatplatzierung zur Ausgabe von Optionsrechten als Gegenleistung für den Forderungsverzicht von insgesamt CHF 220.5 Mio. Die Optionsrechte berechtigten zum Kauf von 2 570 000 Aktien zum Nennwert von CHF 0.10. (Börsenkurs im Zeitpunkt der Emission rund CHF 10). Finanzschulden von CHF 63.4 Mio. wurden zurückbezahlt und CHF 50 Mio. in Darlehen umgewandelt. Ende 2003 waren davon 1 978 231 Aktien gezeichnet worden.
- Rückzahlung von CHF 63.4 Mio. Finanzschulden und Umwandlung von CHF 50 Mio. in Darlehen. Weil die Investorengruppe die Aktienkapitalerhöhung vollumfänglich vorgenommen hatte, war ein bei Sanierungen üblicher Debt Equity Swap nicht notwendig.

Sanierungsmassnahmen sind stets besondere Vorgänge, welche auch in der Rechnungslegung offenzulegen sind. Diese werden in die ordentliche Jahresrechnung eingebaut, weil sie nach neuzeitlicher Auffassung zur Geschäftstätigkeit des laufenden Geschäftsjahres gehören. Eine besondere buchhalterische Behandlung, wie sie in der Fachliteratur mit einer Sanierungsöffnungs- und Schlussbilanz vorgeschlagen wird, ist realitätsfremd.

Ein **Sanierungskonto**, welches alle Sanierungserträge und alle Sanierungsaufwendungen erfasst und als Saldo einen Sanierungserfolg ausweist, wurde nicht mehr geführt. Im Jahresabschluss der Mikron Holding wurde der Ertrag aus der Aktienkapitalherabsetzung von CHF 64.2 Mio. mit dem Bilanzverlust 2002 verrechnet und nur der Ertrag aus Forderungsverzicht von CHF 225.6 Mio. sowie der Aufwand für Restrukturierung von Tochtergesellschaften von CHF 115.0 Mio. in der Erfolgsrechnung ausgewiesen. In der Konzernrechnung nach IFRS wurde der Forderungsverzicht in das Finanzergebnis einbezogen, was den EBIT von CHF – 117.6 in ein positives Konzernergebnis von Steuern von CHF 94.2 Mio. umgewan-

delt hat. Der Turnaround der Mikron Gruppe verlief harzig, weil sich die Stärkung der Ertragskraft als schwierig erwiesen hat und durch die Wirtschaftskrise 2008/2009 zusätzlich erschwert worden ist. Positiv wirkten sich seit der Sanierung der überdurchschnittlich hohe Eigenfinanzierungsgrad und die stets reichliche Liquidität (Netto Cashposition) aus.

Gestützt auf die deutliche Verbesserung der Ertragslage im Geschäftsjahr 2011 wurde erstmals wieder eine Ausschüttung zulasten der Kapitaleinlagereserve von CHF 0.12 je Aktie vorgenommen.

19 Teilrückzahlung des Eigenkapitals

19.1 Ursachen und Auswirkungen von Eigenkapitalrückzahlungen

Eine Schrumpfung des Geschäftsumfangs bedeutet eine Verminderung des Kapitalbedarfs. Die Schrumpfung des Umlaufvermögens entsteht

- durch Herabsetzung der Lagerbestände, zwangsweise bei fehlenden Wiederbeschaffungsmöglichkeiten und freiwillig bei einer erwarteten Preisbaisse,
- durch Rückgang von Kundenguthaben als Folge von tieferen Umsätzen.

Eine Schrumpfung des Anlagevermögens tritt ein

- durch Veräußerung von Gebäuden und Maschinen, die zur Erstellung der Betriebsleistung nicht mehr benötigt werden,
- durch den Verkauf von Beteiligungen,
- wenn Anlagen, die infolge Abnutzung aus dem Produktionsprozess ausscheiden, nicht mehr erneuert werden.

Die Schrumpfung des Vermögens als Folge von Wertebussen oder Aufwandüberschüssen der Erfolgsrechnung führt, wenn die Reserven aufgezehrt sind, zu einer Unterbilanz. Die entsprechenden Vorgänge sind zuvor behandelt worden.

Bei einer anhaltenden Verminderung des Kapitalbedarfs durch ein rückläufiges Geschäftsvolumen oder bei der Desinvestition von Randaktivitäten müssen finanzielle Massnahmen zur Beseitigung der Überkapitalisierung ergriffen werden.

Dabei handelt es sich vor allem um die Herabsetzung des Eigenkapitals, da sich kurzfristiges Fremdkapital meistens den entsprechenden Vermögensbedürfnissen automatisch anpasst und langfristige Finanzschulden bei Fälligkeit nicht mehr erneuert werden (► Kap. 18.10.1).

Die Ausrichtung der Unternehmungsführung auf den Shareholder Value führt zu einer wachsenden Bedeutung von Teilrückzahlungen des Aktienkapitals mit dem Ziel einer optimalen Eigenkapitalsausstattung. Als Folge der Finanzkrise wird allerdings einer angemessenen Höhe des Eigenkapitals als Risikopuffer für Ertragskrisen wieder stärkere Beachtung geschenkt.

Für eine Teilrückzahlung des Eigenkapitals einer Aktiengesellschaft stehen grundsätzlich zwei Varianten zur Verfügung:

- die Herabsetzung des Nennwertes der Aktien, wobei die Zahl der ausstehenden Aktien und die offenen Reserven unverändert bleiben,
- der Aktienrückkauf, wodurch bei nachträglicher Vernichtung der Aktien sich die Zahl der ausstehenden Aktien vermindert und das Eigenkapital je nach dem bezahlten Rückkaufspreis verändert.

Mit einer Nennwertrückzahlung werden zwei sehr unterschiedliche Ziele verfolgt: Sie ist einerseits ein Instrument der Ausschüttungspolitik, indem diese eine Bardi dividende ersetzt oder ergänzt. Andererseits kann eine Nennwertrückzahlung auch für die Optimierung des Eigenkapitals und die Ausschüttung nicht betriebsnotwendiger Liquidität an die Aktionäre eingesetzt werden. Wird dieses Ziel angestrebt, muss die Nennwertherabsetzung je Aktie – auf die einzelne Aktie bezogen – einen grösseren prozentualen Betrag (z. B. 20 bis 30 %) ausmachen, als es der üblichen Dividende entspricht. Die seit der Herabsetzung des gesetzlichen Mindestnennwertes weit verbreitete Praxis, Dividendenausschüttungen durch Nennwertrückzahlungen zu ersetzen, hat bei zahlreichen börsenkotierten Gesellschaften zu sehr tiefen Nennwerten geführt. Diese ermöglichen oft nicht einmal mehr eine Nennwertreduktion als Dividendensurrogat. Aktienrückkäufe mit nachträglicher Vernichtung der Aktien waren bis zum Inkrafttreten der Unternehmenssteuerreform II (USTR II) mit der Einführung des Kapitaleinlageprinzips (KEP) einziges Instrument zur Eigenkapitalrückzahlung, wenn Nennwertrückzahlungen juristisch nicht mehr möglich oder ökonomisch nicht mehr praktikabel waren.

Die nachfolgenden Ausführungen betreffen nur Kapitalrückzahlungen mit dem Ziel, nicht mehr benötigtes Eigenkapital den Aktionären zurückzugeben.

19.2 Motive

Die Eigenkapitalpolitik ist ein wesentliches Element des Finanzmanagements. Eigenkapitalrückzahlungen werden in den letzten Jahren – in Anlehnung an die langjährige Praxis von US-Gesellschaften sowie auch unter dem Einfluss der Shareholder-Value-Ausrichtung – vermehrt von kontinentaleuropäischen Gesellschaften vor allem als steuerlich besonders attraktiver Werttransfer an die Aktionäre eingesetzt.

Im Einzelnen werden in der Fachliteratur zahlreiche Motive für eine Teilrückzahlung des Aktienkapitals genannt, wobei aufgrund der praktischen Gegebenheiten vor allem Aktienrückkäufe im Vordergrund stehen:

- Gestaltung eines optimalen Finanzungsverhältnisses durch Verminderung der Überkapitalisierung und zur Verstärkung der Hebelwirkung, insbesondere bei vermehrter Beanspruchung von verzinslichem Fremdkapital dank den damit verbundenen Steuereinsparungen (Tax Shield).⁴⁹¹

491 Volkart, R.: Aktienrückkauf und Eigenkapitalherabsetzungen, in: ST 3/1999, S. 178.

- Signalisierung der Finanzkraft (Signalling): Aktienkäufe setzen eine gesunde Finanzlage und einen in der Zukunft erwarteten, angemessenen Free Cashflow voraus. Mit einer Aktienkapitalrückzahlung wird dem Finanzmarkt deshalb ein positives Signal gegeben.
- Kurspflege durch Korrektur des Börsenwertes: Aktienrückkäufe durch die Gesellschaft steigern die Nachfrage nach Aktien und treiben den Kurs in die Höhe. Dieses Motiv ist besonders wichtig, wenn die Gesellschaft ihre Titel als unterbewertet betrachtet.
- Die Rückzahlung nichtbetriebsnotwendiger flüssiger Mittel verringert den finanziellen Spielraum des Managements und verhindert leichtfertiges Geldausgeben (z. B. Prestigeinvestitionen).
- Eigene Aktien als gute Kapitalanlage: Sind die Aktien unterbewertet, bestehen gute Chancen, dass die Titel in einer Börsenhausse mit Kursgewinn veräußert werden können. Dieses Argument zählt allerdings nur, wenn die Gesellschaft ihre Jahresrechnung nach OR ablegt, mit der Erfassung der eigenen als Minusposition im Aktienkapital aufführt. Nach IAS und US GAAP sind die Transaktionen mit Eigenkapitalinstrumenten erfolgsneutral zu verbuchen und eigene Aktien als Minusposten zum Aktienkapital auszuweisen. IAS 32 Ziff. 33 hält fest: »Weder Kauf noch Verkauf, Ausgabe oder Einziehung von eigenen Eigenkapitalinstrumenten dürfen im Ergebnis erfasst werden.« Diese Regelung übernimmt auch OR 959a II Ziff. 3 lit. e.
- Beschaffung von Aktien auf dem Markt zur Mitarbeiterkapitalbeteiligung: Die Bereitstellung von Aktien für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme durch eine Kapitalerhöhung mit Ausschluss des Bezugsrechtes bedeutet für die anderen Aktionäre eine Gewinnverwässerung. Um diese zu vermeiden, kann die Gesellschaft die entsprechenden Aktien auf dem freien Markt zurückkaufen, was sich zugleich auch als Kurspflegemassnahme in schwachen Börsenphasen auswirkt.
- Gewinnverdichtung gegenüber den Aktionären: Die Reduktion des Aktienkapitals führt zu einer Gewinnverdichtung und ceteris paribus zu einem höheren Aktienkurs.

Auch bei den Aktienrückkäufen zeigen sich – ähnlich wie bei den M&A-Aktivitäten Wellenbewegungen, die durch das Volumen der Programme einzelner Gesellschaften oder durch ungünstige Marktbedingungen verursacht werden. 1999 betrug die Aktienrückkäufe auf dem Schweizermarkt CHF 10.2 Mrd., 2003 CHF 6.4 Mrd., 2007 sogar CHF 22.2 Mrd. In der Finanzkrise 2009 stoppten dagegen verschiedene Gesellschaften vorzeitig ihre Programme.⁴⁹² Auch gegenwärtig ist die Anzahl der Aktienrückkaufprogramme sehr hoch: Im Jahr 2022 sind Titel in der Höhe von 34 Mrd. Franken zurückgekauft worden.⁴⁹³

492 Quelle: Vontobel Equity Research, Aktienmarkt Schweiz 2008/2009.

493 Bei diesen Schweizer Unternehmen können Aktienrückkäufe für Rückenwind sorgen, in: Cash vom 4.4.2023.

19.3 Wirkung von Eigenkapitalrückzahlungen

Die Erfahrung vor allem aus den USA zeigt, dass der Aktienmarkt Teilrückzahlungen des Eigenkapitals über Aktienrückkäufe wegen des Signalling-Effekts positiv beurteilt. In der Schweiz sind die Wirkungen – wie empirische Studien zeigen – eher schwach.⁴⁹⁴ Dies wird einerseits damit erklärt, dass die Optimierung des Eigenkapitals bereits erwartet worden ist oder sich die Aktionäre Rechenschaft darüber geben, dass z. B. aus der mit einem Aktienrückkauf verbundenen Gewinnverdichtung oder der Steigerung des ROE nicht ohne weiteres auch ein Mehrwert für den Aktionär entsteht. So kommt Volkart⁴⁹⁵ aufgrund einer Modellrechnung zu dem Schluss, dass für den Aktionär die eigenmittelreduzierenden Transaktionen wertneutral sind und für ihn im Grunde genommen keine Vorteile bringen, zumindest nicht im vermuteten Ausmass.

Beim Vergleich mit den empirischen Studien in den USA ist zu beachten, dass der sehr breite und liquide USA-Aktienmarkt mit den noch engen schweizerischen Verhältnissen nicht vergleichbar ist, was auch darin zum Ausdruck kommt, dass die Stichproben relativ klein sind.

Die Auswirkungen eines Aktienrückkaufs nach dem geltenden schweizerischen Recht auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage einer Unternehmensgruppe sollen an einem schematischen, aber wirklichkeitsnahen Beispiel veranschaulicht werden.

Beispiel Finanzwirtschaftliche und bilanzmässige Auswirkungen des Aktienrückkaufs

Das Aktienkapital der Exempla Holding beträgt CHF 24 000 000 und ist eingeteilt in 240 000 Namenaktien zu CHF 100 nominal. In der letzten Jahresbilanz der Exempla Holding beträgt die gesetzliche Gewinnreserve CHF 6 000 000, die Spezialreserve CHF 10 000 000. In der konsolidierten Planerfolgsrechnung für Jahr 20_2 wird ein konsolidierter Reingewinn von CHF 8 000 000. budgetiert. Die summarische Planbilanz auf Ende des Geschäftsjahres von Jahr 20_2 ergibt folgendes Bild (in TCHF):

Flüssige Mittel	14 000
Forderungen	26 000
Übrigen Aktiven	80 000
Aktiven	120 000

494 Rousseva, L.: Aktienrückkauf aus finanzpolitischer Sicht, unveröffentlichte Diplomarbeit, Freiburg 2000. Eine ausführliche Studie zur Auswirkung von Aktienrückkäufen auf den schweizerischen Markt enthält: Lütolf, Ph.: Aktienrückkäufe in der Schweiz. Schriften aus dem IFZ für Finanzdienstleistungen, Zug, 2005.

495 Volkart, R.: Aktienrückkauf und Eigenkapitalherabsetzungen, in: ST 3/1999, S. 179.

Kurzfristiges Fremdkapital	16 000
Langfristiges Fremdkapital	20 000
Aktienkapital	24 000
Gesetzliche Gewinnreserven	6 000
Freie Reserven	46 000
Jahresgewinn	8 000
Passiven	120 000

Die Exempla Holding hat im Vorjahr 12 % Dividende ausgeschüttet. Als Ziel-Payout-Ratio wurde rund 40 % bekannt gegeben. Im ersten Quartal des Jahres 20_2 geraten die Aktienkurse unter Druck, weil verschiedene institutionelle Anleger ihre Beteiligungen wegen der zu erwartenden Abschwächung der Branchenkonjunktur abstossen. Der Kurs fällt auf tiefst 250 zurück (Kursextreme Jahr 20_1: 335/790) Aufgrund der den Finanzanalytikern bekannten Planzahlen (Grundlage Kurs 250) lassen sich folgende Kennzahlen berechnen:

EPS $8\,000\,000 : 240\,000 = \text{CHF } 33.33$

Book Value $76\,000\,000 : 240\,000 = \text{CHF } 317$ (zu Beginn Rechnungsjahr)

PER = $250/33.3 = 7.5$

Price-Book-Ratio = $250/317 = 0.79$

Dividendenrendite = $12 \times 100/250 = 4.8 \%$

Welche Auswirkungen hätten dosierte Rückkäufe von höchstens 10 % der Aktien an der Börse auf Planbilanz und Planerfolgsrechnung Jahr 20_2 in der Annahme, diese seien zum Durchschnittskurs von 280 möglich und der Ertragsausfall auf den hierfür benötigten Liquiditätsreserven betrage CHF 350 000 (für die Aufwendung für den Aktienrückkauf)?

Die Exempla Holding verbucht die eigenen Aktien nach den Rechnungslegungsstandards (als Abzugsposten zum Eigenkapital). Die summarische Planbilanz auf Ende des Geschäftsjahres von Jahr 20_2 ergibt folgendes Bild (in CHF 1 000):

Pro Forma-Bilanz auf 31. Dezember Jahr 20_2 (in TCHF)

Flüssige Mittel	6 930	14 000 – 6720 – 350
Forderungen	26 000	
Übrigen Aktiven	80 000	
Aktiven	112 930	
Kurzfristiges Fremdkapital	16 000	
Langfristiges Fremdkapital	20 000	
Aktienkapital	24 000	

Gesetzliche Gewinnreserven	6 000	
Eigene Aktien	-6 720*	
Freie Reserven	46 000	
Jahresgewinn	7 650	8 000 – 350
Passiven	112 930	
* 24 000 Aktien zu CHF 280 = CHF 6 720 000		
Wegen der Verringerung der Zahl der ausstehenden Aktien verbessern sich die für die Aktienbeurteilung wichtigen Kennzahlen wie folgt:		
EPS $7\,650\,000/216\,000 = \text{CHF } 35.42$		
Book Value $69\,280\,000/216\,000 = \text{CHF } 320.74$		

Allfällige steuerliche Folgen bleiben in diesem Beispiel unberücksichtigt. Diese hängen von der Frist bis zur Weiterveräußerung und vom Ergebnis der Transaktion (Wertveränderung zwischen Erwerbs- und Veräußerungszeitpunkt) ab. Ebenso kann mit dem Erwerb eigener Aktien (Rückkauf über dem Verkehrswert) eine verdeckte Gewinnausschüttung verbunden sein.

19.4 Formen

19.4.1 Nennwertrückzahlung

Eine optimale Erreichung der mit der Nennwertrückzahlung angestrebten Ziele setzt einen Nennwert der einzelnen Aktien voraus, welcher eine zielkonforme Rückzahlung der entsprechenden Beträge ermöglicht. Dies war vor allem vor der Revision von OR 622 IV der Fall, als zahlreiche Gesellschaften, wie früher häufig, den Nennwert auf CHF 500 oder gar CHF 1 000 festgelegt hatten. Heute muss der Nominalwert grösser als Null sein nach OR 622 IV.

19.4.2 Kapitaleinlagerückzahlung

Bis zum Inkrafttreten der USTR II auf den 1.1.2011 galt für die steuerfreie Ausschüttung von Eigenkapital an die Aktionäre das Nennwertprinzip. Nur Rückzahlungen zu Lasten des Nennwertes waren einkommens- und verrechnungssteuerfrei. Dabei wurde die Tatsache vernachlässigt, dass Aktionäre vor allem bei Publikumsgesellschaften erheblich höhere Beträge als den Aktiennennwert in Form von Aufgeldern (Agio-Einzahlungen) einbezahlt hatten. Mit dem Kapitaleinlageprinzip (KEP) anerkennt das Steuerrecht, dass grundsätzlich Kapitaleinlagen ungeachtet der Tatsache, ob sie als Grundkapital oder als Agio oder als Zuschüsse vorgenommen worden sind, bei der Rückzahlung gleichbehandelt werden. Das KEP

gilt jedoch nur für Agio-Einzahlungen und Zuschüsse seit dem 1.1.1997, welche zudem in der Handelsbilanz auf einem Unterkonto der gesetzlichen Reserve »Reserve aus Kapitaleinlage« ausgewiesen sind. Die buchhalterische Umqualifizierung bestehender Reserven ist mit einigen Fallstricken verbunden.⁴⁹⁶

Dar. 49: Beispiel zur Anwendung des Kapitaleinlageprinzips in der Rechnungslegung Kuoni Reisen Holding (Quellen: Finanzbericht 2010, Einladung zur Generalversammlung vom 20. 4. 2011, Erläuterungen zur Gewinnverwendung)

Bilanzposition	vor USTR II 2009	nach USTR II 2010
Aktienkapital	3 046	3 046
Allgemeine Reserven	8 000	8 000
Agio-Reserve	171 779	61 266*
Reserve aus Kapitaleinlage	0	111 792
Reserve für eigene Aktien	8 890	8 674
Freie Reserven	371 110	366 103
Reserve aus Kapitaleinlagen	0	10 223**
Gewinnvortrag	5 124	1 975
Jahresergebnis	24 807	21 425
Total Eigenkapital	592 756	592 505

* Vor 1.1.1997 einbezahlte Agio-Beträge, entsprechen der gesetzlichen Kapitalreserve.

** entstanden aus Rückkauf und Vernichtung von eigenen Aktien. Diese wurden durch GV-Beschluss 2011 auf gesetzliche Reserven aus Kapitaleinlagen übertragen. Vom Gesamtbetrag der Reserven aus Kapitaleinlagen von CHF 122.0 Mio. (111.7 + 10.2) werden 11.4 Mio. von der ESTV bestritten.

19.4.3 Öffentliches Rückkaufangebot

Bei einem öffentlichen Angebot an alle Aktionäre sind festzulegen:

- der Rückkaufspreis,
- das Rückkaufsvolumen,
- die Angebotsfrist.

Für die Festsetzung des Rückkaufspreises sind zwei Varianten möglich: Das Festpreisverfahren oder das holländische Verfahren (Dutch Auction).

⁴⁹⁶ Boemle, M./Meyer, R.: Das Kapitaleinlageprinzip im Licht der Rechnungslegung, in: ST 12/2011, S. 1018 ff.

Beim **Festpreisverfahren** muss die Gesellschaft darauf achten, den Rückkaufspreis möglichst marktgerecht festzusetzen. Ist er aus der Sicht der Aktionäre zu tief, weil z. B. während der Angebotsfrist der Börsenkurs über den Rückkaufspreis ansteigt, besteht für die Unternehmung die Gefahr, dass sie das gewünschte Rückkaufsvolumen nicht erreicht. Ist er zu hoch, wird das Angebot voraussichtlich überzeichnet und die Gesellschaft ist verpflichtet, die Offerte der Aktionäre entsprechend des Gleichbehandlungsangebots proportional zu kürzen.

Beispiel Rückkaufsangebot mit Kürzung der Offerte Hilti AG, Schaan

Den Partizipanten der Hilti AG wurde im Dezember 1999 ein Angebot zum Rückkauf von 12 % des PS-Kapitals von CHF 44 Mio. auf CHF 38.72 Mio. zum Preis von CHF 1 550 angeboten, was einer Prämie von 34 % auf dem Börsenkurs entsprach, weshalb 83 % aller PS zum Rückkauf angeboten worden sind. Die Rückkaufsbegehren wurden deshalb nur mit 14.4 % der gewünschten Summen berücksichtigt.

Das **holländische Verfahren** ermöglicht eine flexiblere Gestaltung des Rückkaufprozesses, indem die Gesellschaft eine Preisspanne und das maximale Rückkaufsvolumen festlegt. Die Gesellschaft berücksichtigt die Offerten vom tiefsten Preis bis zu jenem Angebot, bei dem die Anzahl der zurückgekauften Aktien erreicht ist. Je weiter die Preisspanne, desto grösser die Wahrscheinlichkeit, dass das von der Gesellschaft gewünschte Rückkaufsvolumen erreicht wird. Alle Offerten werden jedoch zum einheitlichen Tenderkurs abgerechnet, auch die tieferen Angebote. Das holländische Verfahren wird in der Schweiz nur selten angewendet.

Wenn eine Gesellschaft mit einem öffentlichen Kaufangebot eigene Beteiligungspapiere zurückkauft, verfolgt sie völlig andere Ziele als ein Dritter. Trotzdem fallen Rückkaufsangebote für eigene Beteiligungspapiere ebenfalls unter die börsengesetzlichen Regeln für öffentliche Angebote, unabhängig davon in welcher Form das betreffende Angebot abgewickelt wird.⁴⁹⁷ Dieses entfällt bei kleineren Angeboten von weniger als 2 % der Aktien. Wegen der Einkommens- und Verrechnungssteuer für natürliche Personen (VStG 4 a) sind öffentliche Rückkaufsangebote nur für institutionelle Investoren attraktiv.⁴⁹⁸

19.4.4 Rückkauf über die zweite Handelslinie

Der Aktienrückkauf erfolgte über die Börse, wobei aus steuerrechtlichen Gründen auf der zweiten Handelslinie nur ein Käufer, nämlich die Gesellschaft, bzw. die von

497 Schenker, U.: Übernahmerecht, Bern 2009, S. 217.

498 Schenker, U.: Übernahmerecht, Bern 2009, S. 737.

ihr beauftragte Bank auftritt. Anders als beim normalen Kauf über die Börse entfällt die Anonymität des Käufers. Aktionären, die ihre Aktien auf der zweiten Handelslinie verkaufen, wird von der Gesellschaft, bzw. der beauftragten Bank, die Verrechnungssteuer auf der Differenz zwischen dem Verkaufspreis und dem Nennwert der Aktie abgezogen.

Die Gesellschaft setzt bei einem Rückkaufsangebot über die zweite Handelslinie eine Frist fest, während der sie als Käufer auftritt. Diese Variante bietet der Gesellschaft die grösstmögliche Beweglichkeit bei der Abwicklung eines Rückkaufsprogramms, denn sie bestimmt – entsprechend der jeweiligen Börsenlage – den Rückkaufspreis, den Zeitpunkt des Rückkaufs und die jeweilige Zahl der zurückzukaufenden Titel. In Zeiten steigender Kurse wird sie sich zurückhalten, in einer Baissephase dagegen Titel zu einem tieferen Kurs zurückkaufen. Anders als beim Festpreisverfahren ist der Kurs nicht während der ganzen Frist für einmal festgelegt. Die Gesellschaft tritt somit je nach Marktgegebenheiten auf und ist in keinem Zeitpunkt verpflichtet, als Käufer aufzutreten. Häufig wird die Umsetzung der Rückkaufe an Banken delegiert, die diese mit automatisierten Handelsprogrammen abwickeln. Wie bei allen anderen Börsengeschäften erfolgt Lieferung und Zahlung der Titel drei Tage nach dem Abschlussdatum. Aus der Sicht der Gesellschaft ist diese Rückkaufsvariante am beliebtesten. 20 von 29 Rückkaufsprogrammen von Schweizer börsenkotierten Gesellschaften finden über die zweite Handelslinie statt.⁴⁹⁹

19.4.5 Freihändiger Rückkauf an der Börse

Der Erwerb eigener Aktien über die erste Handelslinie an der Börse stellt das einfachste Verfahren zur Durchführung eines Aktienrückkaufprogramms dar. Soll mit dem Rückkauf der Aktien eine markante Kapitalherabsetzung erreicht werden, sind die Möglichkeiten jedoch wegen der damit verbundenen möglichen Beeinflussung des Marktes eingeschränkt. Freihändig zurückgekaufte Aktien bleiben im Portefeuille der Gesellschaft (Treasury Stock), wobei mit der Steuerrechtsrevision 1998 die Haltefrist allerdings auf 6 Jahre begrenzt ist.

Nachdem IFRS und Swiss GAAP FER ausdrücklich vorschreiben, dass Aktien im Eigentum der Gesellschaft als Minusposten zum Eigenkapital zu erfassen sind, wird bezüglich der bilanzmässigen Kapitalstrukturgestaltung und aufgrund von OR 659 bis 659b bezüglich der Gewinnberechtigung finanzwirtschaftlich (nicht aktienrechtlich) die gleiche Wirkung erzielt wie bei einer formellen Kapitalherabsetzung.

Einen Sonderfall stellen die Aktienrückkaufe zur **Kursstützung** dar, auf angelsächsischen Börsenplätzen als PKO (Price Keeping Operation) und PLO (Price Lifting Operation) bekannt. Es ist möglich, dass der Aktienkurs unbegründet tief

499 FuW Aktienführer Schweiz, Zürich 2012, S. 388.

gesunken ist, was dem Kredit der Aktiengesellschaft abträglich ist. Die Gesellschaft kann deshalb versuchen, Aktien zur Kursstützung an der Börse zu erwerben. Damit soll einem Markttrend entgegengewirkt werden. Mit Kursstützung nicht zu verwechseln ist die Kurspflege. Mit der Kurspflege will die Geschäftsleitung zu starken zufälligen Schwankungen des Aktienkurses nach oben und unten vermeiden. Kurspflege erfolgt im Einklang mit der Markttendenz. Interventionen auf dem Markt zur Kursstützung sind nicht ungefährlich, weil diese aufmerksamen Marktbeobachtern nicht verborgen bleiben und verkaufswillige Investoren versuchen werden, ihre Titel abzugeben, solange der Kurs gestützt wird, was den ohnehin vorhandenen Abgabedruck noch verstärkt. Die Erfahrung zeigt, dass früher oder später solche Interventionskäufe eingestellt werden müssen, weil sie auf die Dauer zu aufwendig werden und die Marktlage doch nicht im gewünschten Sinne beeinflussen können.

Ein neuer strafrechtlicher Tatbestand (StG 161 bis) geschaffen und zwar als Informationsdelikt und als Transaktionsdelikt. »Wer in der Absicht, den Kurs von in der Schweiz börslich gehandelten Effekten erheblich zu beeinflussen, um daraus für sich oder für Dritte einen unrechtmässigen Vermögensvorteil zu erzielen, wider besseren Wissens irreführende Informationen verbreitet oder Kaufe und Verkäufe von solchen Effekten tätigt, die beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Person oder zu diesem Zweck verbundener Personen erfolgen, wird mit Gefängnis oder Busse bestraft.«

Beispiel Freier Rückkauf im Markt Bâloise Holding

Der Verwaltungsrat der Bâloise Holding hat am 18. März 2008 ein Aktienrückkaufprogramm von max. 4 % des ausgegebenen Aktienkapitals beschlossen. Für dieses Rückkaufprogramm wird keine separate Handelslinie eröffnet. Rückkäufe, die im Rahmen dieses Rückkaufprogramms getätigt werden, werden zum Marktpreis abgewickelt. Mit dem Rückkaufprogramm beabsichtigt Bâloise Aktien im Eigenbestand im Sinn von OR 659 zu erwerben, um diese für die Finanzierung von allfälligen Akquisitionen und Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen sowie für die Unterlegung von Wandel- oder Optionsanleihen zu verwenden. Je nach Marktsituation kann Bâloise die erworbenen eigenen Aktien wieder verkaufen.⁵⁰⁰

Die Unterschiede zwischen den Aktienrückkaufstransaktionen über die Börse haben je nach Handelslinie unterschiedliche Merkmale (► Dar. 50).

500 Quelle: Publikation vom 29.9.2008.

Position	Erstes Handelslinie	Zweite Handelslinie
Käufer	viele	Emittent ausschliesslich
Verkäufer	viele	Intentionelle Anleger mehrheitlich
Informationen	anonym	bekannt
Hauptziel	Ausschüttungspolitik	Kapitalherabsetzung
Verrechnungssteuer	Kein Abzug	Abzug vorgesehen

Dar. 50: Merkmale der beiden Handelslinien

19.4.6 Rückkaufsofferte an einzelne Aktionäre

Dieses Verfahren kommt zur Anwendung, wenn ein Grossaktionär seine kotierte Beteiligung an der Gesellschaft verringern oder abstossen möchte und bei einem Verkauf über die Börse ein Druck auf den Aktienkurs zu befürchten ist, oder wenn die Gesellschaft von OR 659 II Gebrauch macht.

Diese Form der Teilrückzahlung ist vor allem wegen dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre problematisch. In der Schweiz wurde dieses Vorgehen bisher z. B. von den Investmentgesellschaften »Visionen« der BZ-Gruppe angewendet. Die »Visionen« kauften die Aktien von der BZ-Gruppe zurück und setzten nachher das Aktienkapital herab.

Beispiel Rückkauf von einzelnen Aktionären SA Grand Hôtel de la Paix, Lausanne

Das Aktienkapital von CHF 700 000 setzte sich aus 6 580 Inhaber-Vorzugsaktien zu nom. CHF 100 und 700 Inhaber-Stammaktien zu nom. CHF 60 zusammen. Die Gesellschaft hat von einem grossen Minderheitsaktionär 1 450 Vorzugsaktien und 140 Stammaktien zurückgekauft. 134 Vorzugsaktien behält die Gesellschaft im eigenen Bestand. Die Generalversammlung hat daher das Aktienkapital um CHF 120 000 herabgesetzt, wonach sich dieses aus 5 264 Vorzugsaktien zu nom. CHF 100 und 560 Stammaktien zu nom. CHF 60 zusammensetzt.⁵⁰¹

501 Quelle: Einladung zur GV vom 5.6.2008.

19.4.7 Aktienrückkauf via Put-Option

Nachdem in einem BGE 1999 festgestellt worden ist, dass Put-Optionen kein für den Verkäufer steuerbares Einkommen darstellen, ist es den Gesellschaften möglich, alle Aktionäre, also auch Privatpersonen, an einem Rückkaufprogramm teilhaben zu lassen. Den Aktionären wird für jede Aktie eine handelbare Put-Option zugeteilt. Diese verkörpern das Recht, der Gesellschaft während einer bestimmten Frist zu einem festgesetzten Preis eine bestimmte Anzahl Aktien zu verkaufen. Die Ausübung der Put-Option ist allerdings, wie ein direkter Rückkauf, aus steuerlichen Gründen nur für institutionelle Investoren attraktiv. Streubesitzaktionäre, also Aktionäre – meist Privatpersonen – mit einer sehr tiefen Beteiligungsquote, werden ihre Put-Optionen deshalb über die Börse steuerfrei verkaufen. Auch beim Aktienrückkauf über Put-Optionen ist der Rückkaufspreis eher grosszügig anzusetzen, will die Gesellschaft nicht Gefahr laufen, dass die Put-Optionen wertlos verfallen.

Entscheidend für die Attraktivität der Put-Option und damit für den Erfolg des Rückkaufprogramms ist eine relativ hohe Prämie, d. h. eine beachtliche Differenz zwischen dem aktuellen Aktienkurs und dem Ausübungspreis. Wichtig ist auch, dass die Laufzeit der Option kurzgehalten wird, um zu vermeiden, dass die Marktentwicklung den Rückkauf in Frage stellt, weil bei einem Anstieg des Aktienkurses in die Nähe des Ausübungspreises die Option an Wert einbüsst. Put-Optionen werden auch als Dividendensurrogat eingesetzt. Der Rückkauf über ein Put-Programm gewährleistet am besten bei Publikumsgesellschaften die Einhaltung des Grundsatzes von der Gleichbehandlung der Aktionäre.

Die verschiedenen Rückkaufstransaktionsstrukturen können auch kombiniert werden, indem zum Beispiel Aktien mit einem Put-Programm zurückgekauft werden und gleichzeitig auch ein Rückkauf über die zweite Handelslinie stattfindet.

Beispiel Aktienrückkauf durch Put-Optionen EMS-Chemie-Holding

Die Gesellschaft hat 2008 den Rückkauf eigener Aktien zum Zweck der Kapitalherabsetzung um max. 6.67 % des Aktienkapitals durch handelbare Put-Optionen beschlossen. Pro Namenaktie zu nom. CHF 0.01 (Aktienkurs rund CHF 150) wurde eine Put-Option zugeteilt. 15 Put-Optionen berechtigen zum Verkauf einer Namenaktie durch die Gesellschaft zum Preis von CHF 180. Die Putoptionen wurden vom 28. März bis 11. April 2008 an der SIX gehandelt (Kurse um rund CHF 1.55). Die Generalversammlung vom 9. August 2008 hat die Herabsetzung des Aktienkapitals von CHF 0.251 Mio. auf 0.234 Mio. genehmigt. Der Rückkauf umfasste 1 663 842 Aktien = CHF 16.638 Mio. nominelles Aktienkapital und beanspruchte CHF 299.475 Mio. Beim Eigenkapitalnachweis wurde das Aktienkapital gerundet um CHF 17 und die Gewinnreserve gerundet um rund CHF 299.5 Mio. belastet. Die bestehende Kapitalreserve (Agio) von CHF 22.595 Mio. ist gemäss Geschäftsbericht nicht ausschüttungsfähig. Neben dem Aktienrückkauf

über Put-Optionen wurden im Geschäftsjahr 2008/09 im freien Markt 129 710 Aktien zum Durchschnittskurs CHF 133.21 gekauft und 4 056 eigene Aktien zum Durchschnittskurs von CHF 132.80 wieder verkauft.⁵⁰²

19.5 Aktienrechtliche Verfahrensvorschriften

Die konstitutive Kapitalherabsetzung ist die einzige zulässige Möglichkeit, den Aktionären ihre Kapitaleinlagen zurückzuzahlen oder in privaten Aktiengesellschaften diese in Aktionärsdarlehen umzuwandeln, falls die Auszahlung des herabgesetzten Betrages nicht erwünscht ist.

Die gesetzlichen Grundlagen für die Kapitalrückzahlung sind bedauerlicherweise zu stark geprägt vom Image, diese seien eine Reaktion auf einen Bilanzverlust. Dieser Eindruck wird noch durch die Tatsache verstärkt, dass die Vorschriften unmissverständlich auf den Gläubigerschutz ausgerichtet sind. An die Eigenkapitalanpassung wegen Überschussliquidität oder als Dividendenersatz dachte der Gesetzgeber nicht. Weil Aktienrückkauf immer nur einen Teil der Aktien betrifft, stellt sich unweigerlich die Frage nach der Gleichbehandlung der Aktionäre. Zusätzlich sind Kriterien der Fairness und der Transparenz zu beachten.⁵⁰³

Die teilweise Rückzahlung bzw. die Kapitalherabsetzung wickelt sich wie folgt ab, wobei die gesetzlichen Bestimmungen nach OR 653j bis 653o einzuhalten sind:

1. Erstellen eines Revisionsberichtes, der sich darüber auszusprechen hat, ob die Forderungen der Gläubiger auch nach der Kapitalherabsetzung noch gedeckt sind (OR 653m).
2. Allenfalls ein Zwischenabschluss, sofern die Kapitalherabsetzung später als 6 Monate danach erfolgt (OR 653l).
3. Generalversammlung, welche die entsprechenden Statutenänderungen über die Kapitalreduktion zu fassen hat (OR 653n).
4. Beschluss über die Art und Weise der Herabsetzung: Wie bei der deklarativen Kapitalherabsetzung kann das Aktienkapital
 - durch Verminderung des Aktiennennwertes (dies ist die einfachste Lösung) oder
 - durch Verminderung der Aktienzahl, z. B. über
 - eine Zusammenlegung von Aktientiteln,
 - den Rückkauf und Vernichtung von Aktien herabgesetzt werden.

502 Quelle: Rückkaufsangebot vom 28.3.2008, Geschäftsbericht 2008/09.

503 Böckli, P.: Neun Regeln der »Best Practice« für den Rückkauf nichtkotierter eigener Aktien, in: ST 6–7/2001, S. 575 ff.

5. Schuldenruf: Gläubiger können während einem Monat bei Fälligkeit der Forderung Bezahlung, bei nicht fälligen Forderungen Sicherstellung verlangen (OR 653k II).
6. Nach Ablauf der Sperrfrist Eintrag der Kapitalherabsetzung im Handelsregister (OR 653o), wofür die sogenannte öffentliche Feststellungsurkunde gemäss OR 653o zusätzlich zur öffentlichen Urkunde über den Statuten ändernden GV-Beschluss und die Vorlage des Prüfungsberichtes erforderlich ist.
7. Rückzahlung: Die Gesellschaft muss dafür sorgen, dass auf diesen Zeitpunkt die nötigen flüssigen Mittel zur Verfügung stehen, denn die Aktionäre sind für den zurückzuzahlenden Betrag Gläubiger der Gesellschaft.
8. Die zurückbezahlten und erworbenen Aktien müssen sofort vernichtet werden.

Werden die zurückgekauften eigenen Aktien im Portefeuille behalten (OR 659), ist der dem Anschaffungswert entsprechende Betrag gesondert als Minusposition im Eigenkapital darzustellen. Dieser stellt eine Sperrzahl dar und hat die Wirkung einer Ausschüttungssperre. Es soll verhindert werden, dass durch den Erwerb eigener Aktien, die einen Korrekturposten zum gezeichneten Aktienkapital darstellen, der entsprechende Gegenwert weiterhin an die Aktionäre ausgeschüttet werden könnte.

Nach OR 679 I dürfen eigene Aktien nur erworben werden, wenn ein Unternehmen über genügend freies Eigenkapital verfügt. Der Erwerb ist auf 10 % nach OR 659 II beschränkt. Bei einer Vinkulierung besteht eine maximale Höhe von 20 %. Weiter ruhen die Vermögens- und Stimmrechte von eigenen Aktien nach OR 659a I.

Die Aktienkapitalherabsetzung muss nicht notwendigerweise zu einer Barauszahlung der entsprechenden Beträge an die Aktionäre führen. Der Herabsetzungsbetrag kann den Aktionären auch nur gutgeschrieben oder mit einem Darlehen verrechnet werden.

Beispiel Aktienkapitalherabsetzung mit Gutschrift M-AG Luzern

Herabsetzung des Aktienkapitals von CHF 4 Mio. auf CHF 1 Mio. durch Reduktion des Nennwertes von je CHF 1 000 auf je CHF 250 pro Aktie mit Gutschrift zu Gunsten der Alleinaktionärin auf deren Kontokorrent. Die zugelassene Revisionsexpertin bestätigt die Einhaltung von OR a732 II.⁵⁰⁴

19.6 Börsenrechtliche Vorschriften

Das FinFraG sowie die Übernahmeverordnung der Übernahmekommission (UEV-UEK) regelt öffentliche Kaufangebote sehr ausführlich. Sowohl die Übernah-

504 Quelle: SHAB vom 20.6.2008.

mekommission (UEK) wie die FINMA als Börsenaufsichtsbehörde vertreten die Auffassung, dass öffentliche Kaufangebote für eigene Beteiligungspapiere ebenfalls unter den Geltungsbereich des BEHG fallen, obwohl dieser Tatbestand nicht ausdrücklich vorgesehen ist. Die Übernahmekommission befasst sich nur in Einzelfällen mit den Aktienrückkäufen.

Die Prüfung durch die Übernahmekommission wurde zum Teil abgeschafft und die Verantwortung den Gesellschaften selbst übertragen. Insbesondere wurde eine generelle Freistellung für Aktienrückkäufe bis zu zwei Prozent des Kapitals des Anbieters eingeführt. Für weitere Fälle wurde unter bestimmten Voraussetzungen eine Freistellung durch Meldeverfahren vorgesehen.⁵⁰⁵ Zu den börsenrechtlichen Vorschriften zählen auch die Meldepflichten gemäss BEHG 20, welche auch bei Rückkaufsprogrammen für eigene Aktien zu beachten sind.

19.7 Steuerrechtliche Vorschriften

Der Rückkauf eigener Aktien zum Zweck der Kapitalherabsetzung wird bei den direkten Steuern und der Verrechnungssteuer als Teilliquidation der rückkaufenden Gesellschaft behandelt.

Für die direkten Steuern eines Aktionärs bedeutet dies, dass bei im Privatvermögen gehaltene Aktien die Differenz zwischen dem Rückkaufspreis und dem Nennwert zuzüglich den gesetzlichen Kapitalreserven nach DBG 20 I lit. c steuerbares Einkommen darstellt (Nennwertprinzip). Es kann sich dabei um bedeutende Beträge handeln.

Für Aktien, die im Geschäftsvermögen (von juristischen Personen und natürlichen Personen mit selbständiger Erwerbstätigkeit) gehalten werden, ist das Buchwertprinzip massgebend. Steuerbar ist die Differenz zwischen dem Buchwert der Aktien in der Bilanz und dem Rücknahmepreis.

Für private Aktionäre ist deshalb die Annahme des Rückkaufsangebotes völlig unattraktiv. Sie sind deshalb de facto von der Transaktion ausgeschlossen. Rückkaufsangebote oder Verkäufe über die zweite Handelslinie kommen deshalb vor allem für Pensionskassen, Stiftungen und Anlagefonds (wegen der Steuerbefreiung) sowie andere institutionelle Anleger in Betracht. Bei privaten Aktiengesellschaften ist es möglich, dass die Gesellschaft ihre Aktien zu einem überhöhten Preis zurückkauft. In diesem Fall liegt für die direkte Bundessteuer eine steuerbare geldwerte Leistung vor (Differenz zwischen Kaufpreis und dem tatsächlichen Verkehrswert). Diese ist auch verrechnungssteuerpflichtig.

Die Besteuerung infolge Rückkaufs eigener Aktien nach VStG 4 a entfällt, wenn

- die Aktien innert sechs Jahren weiterveräussert werden,
- die in OR 659 aufgeführten Quoten nicht überschritten werden und
- keine Kapitalherabsetzung durchgeführt wird.

505 Schenker, U.: Übernahmerecht, Bern 2009, S. 457.

Die sechsjährige Weiterveräusserungspflicht steht still infolge Verpflichtung:

- aus einem Mitarbeiterbeteiligungsplan während sechs Jahren und
- aus Wandel- und Optionsanleihen für die Dauer der Verpflichtung.

Für Einzelheiten wird auf das sehr ausführliche Kreisschreiben der ESTV Nr. 5a verwiesen.

19.8 Vorschriften der Rechnungslegung

Eigene Aktien können erworben werden, wenn nach OR 659 I frei verfügbares Eigenkapital vorhanden ist. Unter eigene Aktien fallen nach herrschender Lehrmeinung auch Partizipationsscheine und Genussscheine. Nach OR 959a II Ziff. 3 lit. 3 sind eigene Aktien als Minuskapital im Eigenkapital darzustellen. Bei einem Verkauf können die Mehr- oder Minderwerte den gesetzlichen Kapitalreserven zu belastet werden, obwohl hierzu eine gesetzliche Grundlage besteht.⁵⁰⁶ Die Bewertung erfolgt zu Anschaffungswerten. In der Folgebewertung ist auf eine Wertanpassung zu verzichten.⁵⁰⁷

Beispiel Stadler Rail Ausweis von eigenen Aktien (Jahresabschluss nach FER)

Ausweis im Konzern nach Swiss GAAP FER (in TCHF)

	2022	2021
Aktienkapital	20 000	20 000
Kapitalreserven	16 866	16 966
Eigene Aktien	-99	-1 335
Gewinnreserven	662 910	705 919
Konzernergebnis	72 898	133 655
Minderheiten	6 519	5 069
Total Eigenkapital	779 094	880 264

Ausweis im Einzelabschluss der Muttergesellschaft nach OR (in TCHF)

	2022	2021
Aktienkapital	20 000	20 000

506 HWP, Band Buchführung und Rechnungslegung, N 637 ff., Zürich 2023, S. 258 ff.

507 HWP, Band Buchführung und Rechnungslegung, N 645, Zürich 2023, S. 260.

	2022	2021
Gesetzliche Gewinnreserven	4 000	4 000
Gewinnvortrag	169 339	121 086
Eigene Aktien	-99	-1 335
Jahresgewinn	161 109	138 341
Total Eigenkapital	354 350	282 093

Per 31. Dezember 2022 bestand das Aktienkapital der Muttergesellschaft Stadler Rail AG aus 100 Mio. Namenaktien mit einem Nominalwert von jeweils CHF 0.20 (31. Dezember 2021: 100 Mio. Namenaktien mit einem Nominalwert von jeweils CHF 0.20). Die Aktieninhaber haben Anspruch auf den Erhalt der festgesetzten Dividenden sowie auf eine Stimme pro Aktie bei der Generalversammlung des Unternehmens. An der Generalversammlung vom 18. März 2019 wurde ein bedingtes Aktienkapital im Umfang von höchstens 2 Mio. Namenaktien mit einem Nominalwert von jeweils CHF 0.20 für Mitarbeiterbeteiligungen geschaffen. Das Bezugsrecht und das Vorwegzeichnungsrecht der Aktionäre sind ausgeschlossen. An der Generalversammlung vom 6. Mai 2021 wurde ein genehmigtes Aktienkapital von höchstens 10 Mio. Namenaktien mit einem Nominalwert von jeweils CHF 0.20 geschaffen. Der Verwaltungsrat ist ermächtigt, das Aktienkapital jederzeit bis zum 6. Mai 2023 im Maximalbetrag von CHF 2 Mio. aus dem genehmigten Aktienkapital zu erhöhen. Die Erhöhung in Teilbeträgen ist gestattet. Per Bilanzstichtag wurden weder aus dem bedingten noch aus dem genehmigten Kapital Aktien gezeichnet.

Eigene Aktien (in 1000) 2022	Anzahl	Wert
Bestand am 1. Januar	34 587	1 335
Käufe von Dritten	44 500	1 521
Zuteilungen aktienbasierte Vergütungen	(76 000)	(2 617)
Anpassung Durchschnittsbewertung		(140)
Bestand am 31. Dezember	3 087	99

Im Jahr 2022 wurden 44 500 Namenaktien zu einem Durchschnittspreis von CHF 34.17 erworben (Vorjahr: 60 322 Namenaktien zu durchschnittlich CHF 40.12). Verkäufe von Namenaktien erfolgten im Geschäftsjahr 2022 keine (Vorjahr: keine). Im Rahmen von aktienbasierten Vergütungen wurden im Berichtsjahr 76 000 Namenaktien zu einem durchschnittlichen Anrechnungswert von CHF 34.44 zugeteilt (Vorjahr: 44'326 Namenaktien zu durchschnittlich CHF 43.84).

Der Kauf eigener Aktien erfolgt zu Anschaffungskosten und wird als Minusposten im Eigenkapital erfasst. Bei späterer Veräußerung oder Zuteilung (Lieferung) im Rahmen von aktienbasierten Vergütungen wird ein allfälliger Mehr- oder Mindererlös erfolgsneutral in den Kapitalreserven erfasst. Zuteilungen aus aktienbasierten Vergütungen erfolgen zu den in Erläuterung 1.4 beschriebenen Grundsätzen.

20 Liquidation

20.1 Grundlagen

Die Liquidation, im deutschen Recht »Abwicklung« genannt, ist das Gegenstück zur Gründung der Unternehmung.

Die **Liquidation** beschreibt den Prozess der Einstellung der operativen Tätigkeit. Die Bewertung erfolgt zu Veräußerungswerten (Gone Concern). Die Liquidation umfasst stets zwei Vorgänge:

- die *Veräußerung* des Unternehmungsvermögens (materieller Vorgang);
- die *Auflösung* der Unternehmung durch Löschung im Handelsregister (formeller Vorgang).

Nach dem Beschluss oder dem Entscheid zur Auflösung werden sämtliche Vermögenswerte der Unternehmung durch Veräußerung flüssig gemacht und an die Kapitalgeber zurückgeführt (liquidus: flüssig). Der nach der Befriedigung der Gläubiger noch verbleibende Aktivenüberschuss entspricht dem Liquidationseigenkapital, das dem oder den Geschäftsinhabern zusteht.

Die Gründe, die zur Liquidation einer Unternehmung führen, sind verschiedenartig. So drängt sich der Entschluss zur freiwilligen Liquidation auf, wenn die Unternehmung nicht mehr lebensfähig ist, weil ihre Produkte zufolge veränderter Marktverhältnisse in zu geringem Umfang abgesetzt werden können. Aus der Sicht der Gesellschafter ist es wichtig, dass der Entscheid, die operative Tätigkeit einzustellen, frühzeitig getroffen wird, um zu vermeiden, dass die in guten Geschäftsjahren geäuften Reserven in einem vor allem bei KMU im Allgemeinen aussichtslosen Preiskampf aufgezehrt werden.

Abbaubetriebe (Bergwerke, Lehm- und Kiesgruben, Steinbrüche) sind zur Liquidation gezwungen, wenn ihre Rohstoffvorkommen erschöpft sind. Der Liquidationserlös ist in diesem Fall im Allgemeinen gering und die ursprünglichen Kapitaleinlagen sind meistens nicht voll gedeckt. Die laufenden Gewinnausschüttungen einer solchen Gesellschaft können deshalb nicht in vollem Umfang als Ertrag betrachtet werden. Ein Teil davon ist als Rückzahlung der ursprünglichen Kapitaleinlagen und des Liquidationserlöses zu betrachten.

Eine Liquidation aus vertraglichen Gründen kommt bei den Heimfallbetrieben vor. Diese Unternehmungen müssen nach Ablauf einer gewissen Zeit von den Eigentümern entschädigungslos an ein öffentliches Gemeinwesen, das in der Regel die Konzession für den Betrieb erteilt hat, abgetreten werden.

Eine *Liquidation aus gesetzlichen Gründen* findet in besonderen Fällen bei einem Wechsel der Rechtsform statt. Eine formelle Liquidation entfällt dagegen bei Umwandlungen und Fusionen, welche im FusG geregelt sind.

Wird eine Einzelunternehmung in eine Kollektivgesellschaft umgewandelt, so stellt dies rechtlich eine Liquidation der Einzelunternehmung dar, wirtschaftlich gesehen jedoch nicht, da keine Veräusserung der Aktiven und keine Rückzahlung des Fremdkapitals erfolgt.

Ein nach sorgfältiger Überlegung gefällter Entscheid zur freiwilligen Liquidation kann Eigentümer, Lieferanten, Kunden und Mitarbeiter vor grossen Verlusten schützen. Auch die Durchführung einer Liquidation ist bei grösseren Gesellschaften ein komplexes Vorhaben und bedarf wie ein Unternehmungszusammenschluss oder eine andere betriebliche Umstellung der sorgfältigen Planung.

Als Alternative zu einer freiwilligen Liquidation mit den in der Regel steuerlich nachteiligen Folgen für die Aktionäre kann eine börsenkotierte Gesellschaft auch einen **Reverse Takeover** in Betracht gezogen werden, sofern ein nicht börsenkotiertes Unternehmen an einer solchen Transaktion Interesse zeigt.

Beispiel Reverse Takeover statt Liquidation Askliä Holding

Die Askliä Holding hatte sich bis 2002 aus allen operativen Tätigkeiten in den Bereichen Veterinärmedizin, Dentalzubehör und Pharma durch Veräusserung der entsprechenden Beteiligungen zurückgezogen. Sie verfügte nur noch über flüssige Mittel, Finanzanlagen und nicht betriebsnotwendige Liegenschaften in der Höhe von CHF 60 Mio. Die Liquidation der Gesellschaft mit Verteilung des Liquidationsüberschusses wurde vom Verwaltungsrat wegen der steuerlichen Belastung sowohl für die Gesellschaft wie für die Aktionäre abgelehnt. Als zweckmässige Lösung wurde deshalb entweder eine Reverse Acquisition oder einen Reverse Merger mit einer Start-up-Gesellschaft geprüft, welche auf diesem Weg zusätzliche flüssige Mittel und eine Börsenkotierung erhalten würde. Als Reverse-Merger-Partner wurde die Biotech Gruppe Cytos AG gewählt. Steuerliche Überlegungen führten jedoch dazu, dass im Gegensatz zum üblichen umgekehrten Vorgang, Cytos als übernehmende Gesellschaft die börsenkotierte Askliä Holding absorbierte. Unmittelbar nach der Fusion wurden die Cytos-Aktien zum Handel an der SIX eingeführt.⁵⁰⁸

Bei Publikumsgesellschaften sind freiwillige Liquidationen äusserst selten.

508 Quelle: Unterlagen Fusion Cytos/Askliä Holding, 2002.

Beispiel Freiwillige Liquidation einer börsenkotierten Gesellschaft IPU Intershop Properties USA AG, Zürich

Die Aktionäre haben an der ausserordentlichen Generalversammlung vom 30. 6. 1997 beschlossen:

1. Die Gesellschaft zu liquidieren, um mit dem Zusatz »in Liquidation« zur Eintragung ins Handelsregister anzumelden.
2. Die Liquidation wird durch den Verwaltungsrat durchgeführt und die Verwaltungsräte werden als Liquidatoren gewählt.

Als Gründe für die Auflösung wurden eine Strategieänderung der Hauptaktionärin (Intershop Holding AG), die ungenügende Grösse der IPU sowie die Veränderung des steuerlichen Umfeldes genannt. Die Auflösung erfolgt, obwohl das Aktienkapital im Zeitpunkt des Liquidationsbeschlusses intakt war und ein positives Betriebsergebnis ausgewiesen werden konnte. Die Konzernrechnung 1997 wurde nach IFRS zu Veräusserungswerten erstellt. Daraus ergab sich ein Eigenkapitalwert je Aktie von CHF 151.70. Die Holding-Gesellschaft erstellte aufgrund der gesetzlichen Vorschriften auf den 30. Juni 1997 eine Liquidationseröffnungsbilanz, auf den 31. Dezember 1997 eine Liquidationszwischenbilanz. Am 12. Oktober 1998 wurde eine Liquidationsdividende von CHF 150 ausgeschüttet, wobei CHF 100 als Nennwertrückzahlung der Aktien und ein verrechnungssteuerepflichtiger Liquidationsüberschuss von CHF 50, netto CHF 32.50 ausgeschüttet wurde. Auf den gleichen Tag wurde die Börsenkotierung in Zürich aufgehoben.⁵⁰⁹

20.2 Aktienrechtliches Verfahren

Im Aktienrecht wird der Verlust der Eigenschaft als Rechtssubjekt einer Aktiengesellschaft (OR 736 I) und auch einer GmbH (OR 821 I) als **Auflösung** bezeichnet. Sie ist die letzte Phase des Liquidationsverfahrens und erfolgt formell durch Löschung der Gesellschaft im Handelsregister. Als Sonderfälle von Auflösungen ohne Liquidation sind die Fusion und die Spaltung zu erwähnen. Rechtlich wird die Liquidation in sechs Phasen unterteilt.

Auflösungsbeschluss oder Auflösungsurteil

Die Auflösung der Gesellschaft erfolgt üblicherweise durch einen Beschluss der Generalversammlung mit qualifizierter Mehrheit (OR 704 I, Ziff. 16). Seltener ist

⁵⁰⁹ Quelle: Geschäftsbericht 1997, Anzeige der Liquidationsdividende vom 26.9.1998.

die Auflösung durch ein richterliches Urteil, gestützt auf eine Auflösungsklage von 10 % des Aktienkapitals aus einem wichtigen Grund oder bei Organisations- und Gründungsmangel (OR 731 b) sowie als Spezialfall durch Konkurseröffnung. Der Auflösungsbeschluss bzw. -entscheid wird im Handelsregister eingetragen und die Firmabezeichnung erhält den Zusatz »in Liquidation«. Wenn kein anderer Beschluss gefasst worden ist, hat der bisherige Verwaltungsrat die Aufgabe, das Liquidationsverfahren durchzuführen und die Funktion des Liquidators zu übernehmen.

Bestandesaufnahme

Das Liquidationsverfahren wird mit einer Bestandesaufnahme der Vermögenswerte und der Verbindlichkeiten durch das Erstellen einer **Liquidationseröffnungsbilanz** und einem Schuldenruf eingeleitet (OR 742 I). Die Liquidationseröffnungsbilanz erfolgt zu Veräußerungswerten. Dies bedeutet, dass stille Reserven aufzulösen sind. Bei der Liquidationseröffnungsbilanz sind überdies Rückstellungen für die besonderen durch die Liquidation ausgelösten Aufwendungen wie Abgangsschädigungen, Sozialpläne, Entsorgung, Liquidationssteuern sowie allfällige zukünftige operative Verluste zu bilden. Bei allfälligen notwendigen Liquidationszwischenbilanzen sind diese anzupassen.

Schuldenruf

Bei den Formen des Schuldenerufes ist zwischen den bekannten Gläubigern (durch eingeschriebenen Brief) und unbekanntem Dritten (durch dreimalige Bekanntmachung im SHAB) zu unterscheiden.

Verwertung und Schuldentilgung

Für die Verwertung der Aktiven haben die Liquidatoren die Möglichkeit eines Gesamtverkaufs von Betriebseinheiten als Ganzes oder der Einzelverwertung. Ist ein Gesamtverkauf nicht möglich, sind im Rahmen der Einzelverwertung die laufenden Geschäfte abzuwickeln, längerfristige Verträge sofern möglich vorzeitig aufzulösen oder für sie einen anderen Partner zu finden, die Vermögenswerte freihändig zu verwerten und die offenen Verbindlichkeiten zurückzubezahlen.

Verteilung des Liquidationsergebnisses

Wenn alle Aktiven verwertet und die Verbindlichkeiten sowie die Steuerschulden bezahlt sind, haben die Liquidatoren eine Liquidationsschlussbilanz und einen Schlussbericht zu erstellen. Nach Genehmigung durch die Generalversammlung kann das Liquidationsergebnis verteilt werden.

Löschung der Gesellschaft

Nach Beendigung der Liquidation melden die Liquidatoren die Löschung der Gesellschaft beim Handelsregisteramt an. Diese erfolgt, wenn die Zustimmung der Steuerbehörden vorliegt. Die Liquidatoren sind dafür verantwortlich, dass nach OR 747 die Geschäftsbücher während 10 Jahren an einem sicheren Ort aufbewahrt werden.

Beispiel Auflösung einer Aktiengesellschaft Sportbahnen Mürren AG

Der Verwaltungsrat der Gesellschaft beantragte in der Generalversammlung vom 21. Juni 2001 folgende Beschlüsse zu fassen:

Die Sportbahnen Mürren AG wird gemäss OR 736 II aufgelöst. Die Firma lautet neu: Sportbahnen Mürren AG, in Liquidation, welche im Handelsregister einzutragen ist. Die bisherigen Verwaltungsräte werden als Liquidatoren gewählt. Die Liquidatoren beantragen die Sportbahnen Mürren AG in Liquidation gemäss Liquidationsbilanz vom 21.6.2001 der Schildhornbahn AG zur Übernahme anzubieten. Aktiven Fortführungswert per 1.1.2001 CHF 9 747 656.15 Passiven wiederum Fortführungswert per 1.1.2001 CHF 8 819 267.95. Aktivenüberschuss CHF 928 388.20. Entsprechend dem Aktivenüberschuss ist der Kaufpreis in bar der Liquidationsgesellschaft zu entrichten.⁵¹⁰

20.3 Mantelhandel als Sonderfall der Liquidation

Ein **Aktienmantel** liegt vor, wenn eine Aktiengesellschaft wirtschaftlich vollständig liquidiert ist, rechtlich aber nicht aufgelöst wird.

Das Unternehmensvermögen besteht nur noch aus flüssigen Mitteln, oder Forderungen an die Aktionäre, vielfach auch noch aus einem Verlustvortrag. Der Aktienmantel darf nicht verwechselt werden mit dem Stamm einer Aktienurkunde als Wertpapier, welche im Gegensatz zum Couponbogen und Talon auch als Mantel bezeichnet wird.

Meistens wird beabsichtigt, mit einem solchen Aktienmantel noch ein gewinnbringendes Geschäft durchzuführen, indem die Mitgliedschaftsrechte an der in liquide Form gebrachten, im Handelsregister aber noch nicht gelöschten Gesellschaften an Interessenten verkauft werden. Mit einem solchen Mantelkauf wollen die Erwerber die Umtriebe und Kosten, die mit der Gründung einer neuen Aktiengesellschaft verbunden sind, vermeiden. Der Aktienmantel wird in einem solchen

⁵¹⁰ Quelle: Einladung zur GV vom 21.6.2001.

Fall von den Erwerbern durch Bareinzahlung oder Sacheinlagen wieder aufgefüllt, der bisherige Geschäftszweck und meistens auch der Gesellschaftssitz im Handelsregister entsprechend abgeändert und der Verwaltungsrat ersetzt. Da ein solcher Mantelkauf nichts anderes darstellt als die Umgehung der gesetzlichen Gründungsvorschriften, wird er von der Gerichtspraxis⁵¹¹ als rechtswidrig und deshalb als nichtig betrachtet (OR 20), was nach zeitgemässer Auffassung als zu streng beurteilt wird. In der Praxis sind Geschäfte mit Mantelhandel nicht zu verhindern, wie dies die regelmässig erscheinenden Zeitungsinserate sowie verschiedenen Gerichtsurteile zu den steuerlichen Folgen solcher Transaktionen zeigen.

Beispiel Angebot Aktienmantel Mantel AG

Wir verkaufen lastenfreien AG Mantel, AK CHF 100 000, Gründungsdatum 21.9.2010 zur sofortigen Übernahme, Preis nach Vereinbarung, Chiffre P. Publicitas S. A.⁵¹²

StG 5 II lit. b stellt den Handwechsel der Mehrheit der Beteiligungsrechte an einer inländischen Aktiengesellschaft, Kommandit-AG, GmbH oder Genossenschaft, die wirtschaftlich liquidiert oder in liquide Form gebracht worden ist, einer Liquidation und Neugründung gleich und verlangt deshalb die Entrichtung der Emissionsabgabe. Der Veräusserer haftet mit dem abgabepflichtigen Erwerber solidarisch (StG 10). Überdies wird dem Veräusserer, wenn es sich um eine natürliche Person handelt, eine geldwerte Leistung zwischen dem Veräusserungserlös und dem Nennwert plus Kapitaleinlagereserven der Beteiligung zugerechnet.

Beispiel Steuerliche Folgen des Mantelhandels Y-AG

Bilanz 31. 12. 2001 in CHF

Darlehen Aktionär	155 000
Nicht einbezahltes AK	50 000
Bilanzsumme	205 000
Aktienkapital	100 000
Gesetzliche Reserve	26 000
Bilanzgewinn	79 000
Bilanzsumme	205 000

511 BGE 64 II 361, 80 I.

512 Quelle: Inserat in der NZZ vom 23.2.2012.

Alleinaktionär der Y-AG (Beteiligungen an Unternehmungen und Vermögensverwaltung) ist X. Am 5. August 2002 übertrug X alle Aktien an die ausländische B. Später tritt als Alleinaktionär C in Erscheinung. Der Kaufpreis betrug CHF 12 000. Grundlage des Vertrages war die Bilanz 2001. Als einziger Verwaltungsrat war D eingetragen. Nach dessen Rücktritt hatte die Gesellschaft keine Organe und kein Domizil mehr und wurde deshalb als aufgelöst erklärt. Für die erste Transaktion berechnete die ESTV einen Liquidationsüberschuss von CHF 106 000 und erhob darauf die Verrechnungssteuer von 35 % = CHF 37 100. Diese hat der Verkäufer X bezahlt. Für die Liquidation nach dem Auflösungsurteil setzte die ESTV den Liquidationsüberschuss auf CHF 117 000 (Aktionärsdarlehen plus CHF 12 000 Kaufpreis, abzüglich des eingezahlten Aktienkapitals auf CHF 40 950) fest. Nach einer Einsprache reduzierte die ESTV den Betrag auf CHF 37 940. X wurde als ehemaliger Verwaltungsrat vom Bundesverwaltungsgericht als solidarisch haftbar für die zweite Verrechnungssteuerforderung erklärt. Seine Beschwerde wurde vom Bundesgericht jedoch abgelehnt.⁵¹³

Als Vorteil des Mantelhandels für den Veräusserer geben die auf diese Transaktionen spezialisierten Gesellschaften die Ersparnis der Liquidationskosten an und für den Käufer jene der Beurkundungskosten einer Gründung. Der Preis für Aktienmantel wird vor allem durch das Alter der Gesellschaft und den Wert des Firmenamens bestimmt. Der Kauf eines Mantels ist jedoch für den Erwerber nicht ohne Risiko, weil auf der Gesellschaft allenfalls für den Käufer nicht erkennbare Verbindlichkeiten liegen.⁵¹⁴

20.4 Steuerrechtliche Grundlagen

Die Auflösung oder Veräusserung einer buchführungspflichtigen Unternehmung gibt Anlass zu einer steuerlichen Schlussabrechnung. Gewinne, die wegen Bildung von stillen Reserven bisher steuerlich nicht erfasst wurden, werden nun der Besteuerung unterworfen.

Der **Liquidationsgewinn** wird aus der Differenz zwischen dem Veräusserungserlös und dem Aktienkapital zuzüglich Reserven aus Kapitaleinlagen berechnet.

513 BGE vom 5.1.2011. Siehe SteuerRevue 4/2011, S. 354 ff.

514 Ein besonders negatives Beispiel ist aus der Gerichtspraxis zu erwähnen. Der einzige Verwaltungsrat und nach Auflösung Liquidator einer Aktiengesellschaft wurde für die Verrechnungssteuerschuld von CHF 283 000 solidarisch haftbar erklärt, obwohl er sich darauf berufen hatte, er habe das Mandat nur aus Pietät gegenüber dem verstorbenen Vater und überdies ohne juristische Kenntnisse angenommen. Quelle: SteuerRevue 9/2011, S. 687 ff.

Steuerpflichtige Liquidationsgewinne entstehen auch bei liquidationsähnlichen Tatbeständen (DGB 18 II und DB 19), z. B.

- bei Austritt eines Teilhabers aus einer Kollektiv- oder Kommanditgesellschaft,
- bei Überführung von Geschäftsvermögen in Privatvermögen. Die Unterscheidung zwischen Geschäftsvermögen und Privatvermögen ist vor allem bei Einzelkaufleuten (Einzelunternehmenden) und Teilhabern von Personengesellschaften von Bedeutung, weil das Geschäftsvermögen in verschiedener Hinsicht anders behandelt wird als das Privatvermögen.

Einzelunternehmer üben eine selbständige Erwerbstätigkeit nach DBG 18 I aus. Nach DBG 18 II zählen auch Kapitalgewinne aus Veräußerung von Geschäftsvermögen zum steuerpflichtigen Einkommen, was in der Regel einer Besteuerung von stillen Reserven gleichkommt. Nach der Unternehmenssteuerreform II, DBG 37 b werden jedoch die in den letzten beiden Jahren realisierten stillen Reserven getrennt vom übrigen Einkommen und damit reduziert besteuert, wenn der Geschäftsinhaber die Erwerbstätigkeit nach dem vollendeten 55. Lebensjahr oder wegen Invalidität aufgegeben hat.⁵¹⁵ Dies bedeutet gegenüber der früheren Regelung eine erhebliche Steuerersparnis, da sich die Einkommenssteuer nicht mehr progressiv erhöht. Die Sozialversicherungsabgaben werden jedoch unverändert auf dem Liquidationsgewinn erhoben. Wer sein Unternehmen als Unselbständigerwerbender in einer Kapitalgesellschaft weiterbetreibt, kann die aufgelösten stillen Reserven wieder einbuchen und steuerwirksam abschreiben.

⁵¹⁵ Verordnung über die Besteuerung der Liquidationsgewinne bei definitiver Aufgabe der selbständigen Erwerbstätigkeit vom 17.2.2010.

21 Unternehmensbewertung

21.1 Gegenstand der Bewertung, Wert und Preis

Werte können für einzelne Aktiven und Verbindlichkeiten in der Rechnungslegung oder für Transaktionen im Geschäftsverkehr sowie für Projekte ermittelt werden. Am umfassendsten ist die Bewertung von Unternehmen als Ganzes. Die Bewertungsobjekte sind grundsätzlich wertneutral. Sie erhalten ihren Wert aus dem Nutzen oder der Eignung für von Personen verfolgte Zwecke.

Wegen dieser Subjekt-Objekt-Beziehung sind betriebswirtschaftliche Werte stets relativ. Ein Unternehmen als Ganzes stellt selbst bei Tätigkeit im gleichen Wirtschaftszweig ein individuelles Gut (Speziesgut) dar. Im Gegensatz zu börsenkotierten Gattungsgütern (fungible Güter) wie Effekten, Rohstoffe usw. gibt es selbst für börsenkotierte Gesellschaften keinen Marktpreis für die Unternehmung als Ganzes. Der Börsenkurs hängt jeweils von der Angebots- und Nachfragekonstellation anlässlich einer Transaktion⁵¹⁶ ab und bezieht sich nur auf die gehandelte Zahl von Aktien als fungible Güter, nicht auf sämtliche ausgegebenen Beteiligungspapiere der Gesellschaft.⁵¹⁷ Der Wert einer Unternehmung als Ganzes muss deshalb durch besondere Methoden und Verfahren bestimmt werden.

Beispiele

Unternehmenswert höher als Börsenkurs CIBA Holding Basel

Nachdem die Konzernleitung der CIBA (Spezialchemikalienproduzent) mit einem Jahresumsatz 2007 von CHF 6.5 Mrd. im Frühjahr für das Geschäftsjahr 2008 eine

516 Die häufig zu beobachtenden Abweichungen des Börsenkurses von dem Unternehmenswert reflektierenden Fair Value der Aktie entstehen, weil Anleger relevante Informationen falsch einschätzen oder sich bei Transaktionen von irrelevanten Informationen leiten lassen. Diese Kursanomalien stellen einen gewichtigen Einwand gegen die Effizienzhypothese der Effektenmärkte dar. Siehe auch Steiner, M./Bruns, Ch.: Wertpapiermanagement, Stuttgart 2007, S. 5 sowie Aschinger, G.: Börsenkrach und Spekulationen, München 1995, S. 42 ff.

517 Von Gesellschaften, welche verschiedene Arten von Beteiligungspapieren (z. B. Inhaber- und Stimmrechtsnamenaktien sowie PS) ausgegeben haben, sind vielfach gar nicht alle Kategorien kotiert.

Gewinnwarnung veröffentlicht hatte, kam der Börsenkurs der Namenaktie (nominal CHF 1) unter Druck. Er fiel im ersten Halbjahr 2008 von CHF 52 auf CHF 29, sodass die Börsenkapitalisierung des Konzerns am 30. Juni 2008 noch CHF 2.0 Mrd. betrug. Die Aktienkursprognosen der Finanzanalysten waren durchwegs pessimistisch, lagen jedoch mit einer Bandbreite von CHF 11.30 bis CHF 27.80 je Aktie weit auseinander. Anfangs September 2008 tauchten an der Börse Gerüchte über eine mögliche Übernahme der CIBA auf, welche einen Anstieg des Aktienkurses auf CHF 38 auslösten. Am 15. September kündigte BASF ein öffentliches Kaufangebot zu CHF 50 je Aktie an, das 64 % über dem volumengewichteten Durchschnittskurs der letzten 60 Börsentage lag. Der Unternehmenswert des Eigenkapitals je Aktie wurde anhand von Managementprognosen nach der DCF-Methode in einer Bandbreite von CHF 80.40 bis CHF 87.50 ermittelt, was einem deutlich über dem Börsenwert vor Veröffentlichung des Übernahmeangebotes liegenden Unternehmenswert von rund CHF 5.5 bis 6 Mrd. entsprach. Nach anderen Bewertungsmethoden ergaben sich tiefere Werte, weshalb die Fairness Opinion unter Berücksichtigung verschiedener Bewertungsmethoden das Übernahmeangebot der BASF von CHF 50 je CIBA-Aktie als »fair« bezeichnete.⁵¹⁸

Börsenkurs höher als Unternehmenswert Mineralquellen Henniez AG

Im November 2007 unterbreitete Nestlé Schweiz AG den Minderheitsaktionären der Henniez AG für die Namenaktien zu nominal CHF 125 ein Übernahmeangebot zu CHF 5 303 bei einem Börsenkurs von CHF 5 550 (Höchst 2007 CHF 6 000) und einem Wert des Eigenkapitals von CHF 3 014 je Aktie. Nestlé hatte vorher vom Mehrheitsaktionär 61.66 % des Aktienkapitals zu CHF 3 000 je Aktie erworben und besass damit bereits die Kontrolle über die Henniez AG. Der Börsenkurs hatte sich wegen Spekulationen über ein Going Private weit vom Unternehmenswert entfernt und musste eindeutig als überbewertet betrachtet werden. Das über dem Unternehmenswert liegende Kaufangebot an die Publikumsaktionäre kann aus der Sicht des Käufers mit strategischen Überlegungen (deutliche Stärkung der Position von Nestlé im schweizerischen Mineralwassermarkt) und dem Ziel einer vollständigen Eingliederung von Henniez durch den Auskauf aller verbleibenden Minderheitsaktionäre, in den Nestlé-Konzern begründet werden.⁵¹⁹

Der Unternehmenswert ist, wie die Beispiele zeigen, nicht mit dem *Preis* identisch.

Der Preis eines Unternehmens ist der bezahlte Wert.

⁵¹⁸ Quellen: Verschiedene Veröffentlichungen im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot vom 1.10.2008.

⁵¹⁹ Quelle: Öffentliches Kaufangebot vom 16.10.2007.

Der erzielbare Preis hängt wesentlich vom Kaufmotiv des potenziellen Erwerbers und dem Verkaufsmotiv des Veräusserers ab. Bei einem strategischen Motiv ist wegen der realisierbaren Synergieeffekte ein höherer Preis vertretbar als bei einem reinen Finanzinvestment.

Die Zuordnung eines Wertes zu einer Unternehmung erfolgt im Hinblick auf einen bestimmten Zweck und eine bestimmte Funktion. Als objektiv oder richtig kann ein Unternehmenswert betrachtet werden, welcher dem angestrebten Zweck am besten entspricht (**objektivierter Wert**).⁵²⁰

21.2 Grundsätze ordnungsgemässer Unternehmensbewertung

Die Ausweitung der Unternehmensgrössen, die fortschreitende Konzentration und die wachsende internationale Verflechtung haben in den 1960er Jahren zu erhöhten Anforderungen an die Bewertung von Unternehmungen geführt. Deshalb bemühten sich die Berufsorganisationen der Wirtschaftsprüfer um die Erarbeitung von fachlichen Empfehlungen (Soft Law) im Sinne von Unternehmensbewertungsstandards.⁵²¹ 1983 veröffentlichte das IDW (Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland) erstmals Grundsätze der ordnungsmässigen Unternehmensbewertung.⁵²² Diese sind seither verfeinert worden und umfassen:⁵²³

- **Grundsatz der Bewertungseinheit:** Der Wert eines Unternehmens wird nicht durch die Summe der Einzelbeträge bestimmt, die zu seiner Errichtung erforderlich waren, sondern durch den Nutzen in Form der finanziellen Überschüsse, der durch das Zusammenwirken aller Werte entsteht.
- **Massgeblichkeit des Bewertungszwecks:** Die Annahmen über die Höhe und Diskontierung der finanziellen Überschüsse sind vom Zweck und der Funktion der Bewertung abhängig.
- **Stichtagsprinzip:** Der Wert des Unternehmens wird aus den erwarteten finanziellen Überschüssen für den neuen Eigentümer am Bewertungsstichtag abgeleitet (Zukunftsbezogenheit der Bewertungsfaktoren).
- **Gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens:** Es besteht kein Zusammenhang zwischen den nicht betriebsnotwendigen Vermögens-

520 Helbling, C.: Unternehmensbewertung und Steuern, Düsseldorf 1998, S. 25. Schön, E.: Unternehmensbewertung im Gesellschafts- und Vertragsrecht, Zürich 2000, S. 10. Zu den Merkmalen des objektivierten Unternehmenswertes siehe Peemöller, V.: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne 2009, S. 38 und 945.

521 Die UEC (Union Europeene des Experts-Comptables) hat schon 1960 Richtlinien zur Unternehmensbewertung ausgegeben (sogenannte UEC-Methode).

522 Die theoretischen Grundlagen stellte erstmals dar: Moxter, A.: Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1976.

523 In Anlehnung an die Stellungnahme des IDW-Standard 1983 und IDW-S 1 (Fassung 2008), an die Fachmitteilung der ExpertSuisse »Fachmitteilung Unternehmensbewertung« (Zürich 2022).

werten und Schulden und dem Unternehmensgesamtwert, weil sie frei veräussert werden können, ohne dass dadurch der eigentliche Unternehmenszweck betroffen wird. Sie sind in diesem Fall von der betrieblichen Substanz abzutrennen und gesondert zum Markt- oder Liquidationswert zu bewerten.

- **Nichtbeachtung des Vorsichtsprinzips der Rechnungslegung:** Die handelsrechtlichen Vorschriften zum Jahresabschluss (OR 957 ff.) sind stark vom Gläubigerschutz geprägt, was zu einer Übergewichtung bei der Beurteilung der Risiken führt. Das Vorsichtsprinzip darf deshalb nicht berücksichtigt werden. Für die Bewertung sind Aktiven und Verbindlichkeiten zum Marktwert, sofern ermittelbar, anzusetzen.
- **Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze:** In Bewertungsgutachten sind die wesentlichen Annahmen des Bewertenden und deren Quellen aufzuzeigen. In der Praxis liegt ein wesentlicher Nutzen der Bewertungsgutachten in der Qualität und Dokumentation der getroffenen Annahmen, weil damit die Werttreiber für den Empfänger der Bewertungsgutachten erkennbar sind.

21.3 Anlässe der Bewertung

Anlässe für die Bewertung eines Unternehmens als Ganzes sind:

- Kauf und Verkauf eines Unternehmens,
- Abfindung an ausscheidende oder abgelehnte Gesellschafter oder Minderheitsaktionäre,
- Güter- und erbrechtliche Auseinandersetzungen,
- Nachfolgeregelungen,
- Festlegung des Emissionspreises beim Going Public (IPO),
- Beurteilung der Angemessenheit von Preisen bei öffentlichen Übernahmeangeboten im Bericht des Verwaltungsrates,
- Bewertung von Bezugsrechten bei Kapitalerhöhungen von nicht börsenkotierten Gesellschaften,
- Bewertung von Sacheinlagen (StHG 14 I),
- Fusion (zur Bestimmung des Umtauschverhältnisses),
- Spaltung,
- Management-Buy-out und -Buy-in,
- Austritt oder Eintritt neuer Gesellschafter,
- Auflösung einer Gemeinschaftsunternehmung (Joint Venture),
- Impairment Test (Wertüberprüfung beim Jahresabschluss gemäss IAS 36),
- Feststellung des Kapitalverlustes oder der Überschuldung,
- Festlegung der Vermögenssteuer auf Beteiligungspapieren,
- Mitarbeiter-Kapitalbeteiligungsprogramme auf nicht kotierten Aktien.

Der Gesetzgeber setzt bei verschiedenen dieser Vorgänge eine Unternehmensbewertung voraus, legt für die Ermittlung jedoch keine Regeln fest. Deshalb kommt

den Richtlinien und Empfehlungen von Branchenverbänden als Soft Law eine zentrale Bedeutung zu.

21.4 Funktionen des Unternehmenswertes

Eine Unternehmensbewertung kann bei demselben Zweck aus der Sicht des Bewertenden verschiedene Funktionen umfassen. Soll einer Vertragspartei eine rationale Entscheidung ermöglicht werden, wird ein **Entscheidungswert** (subjektiver Wert) ermittelt. Mit dem Entscheidungswert wird die Wertobergrenze für den Käufer oder die Wertuntergrenze für den Verkäufer gesucht. Er stellt somit die Grenze der Konzessionsbereitschaft dar. Je nach Datenkonstellation des Investors gibt es nicht nur einen, sondern eine Mehrzahl von Werten. Aufgrund der verschiedenen Bewertungsmethoden sowie der Sensitivitätsanalysen enthalten die Bewertungsgutachten in der Praxis eine Bewertungsspanne von einem Tiefst- zu einem Höchstwert. Diese werden den anderen Vertragspartnern bei den Transaktionsverhandlungen nicht bekanntgegeben.

Anders sieht es beim **Arbitriumswert** oder **Einigungswert** aus. Hier handelt es sich um die neutrale Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswertes, welcher die Interessen beider Parteien angemessen berücksichtigt. Der Arbitriumswert entspricht dem mutmasslichen Marktwert. Deshalb ist in solchen Fällen die Unabhängigkeit des Bewertenden von den Parteien – sinngemäss nach den Vorschriften über die aktienrechtliche Unabhängigkeit gemäss OR 728 – unbedingt erforderlich.⁵²⁴

Der **Argumentationswert** ist ein parteischer Wert zur Unterstützung eigener sowie der Entkräftung gegnerischer Wertvorstellungen im Rahmen von Verhandlungen. Er setzt die Kenntnis des eigenen Entscheidungswertes voraus und ist deshalb ein parteischer Wert.

21.5 Bewertungsstichtag

Die Berechnung des Unternehmenswerts wird auf einen bestimmten Zeitpunkt hin vorgenommen. Der Bewertungsstichtag kann von den Partnern frei gewählt werden, sofern dieser nicht durch zwingende Bestimmungen festgelegt ist.

Gesetzliche Vorschriften zum Bewertungsstichtag

Güterrecht (ZGB 214)

Zeitpunkt der Auseinandersetzung

Erbrecht (ZGB 474 I)

Berechnung des verfügbaren Teils (Zeitpunkt der Pflichtteilsermittlung)

524 Helbling, C.: Aufbau und Anforderungen an das Bewertungsgutachten, in: Peemöller, V.: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne 2009, S. 255 ff.

Aktienrecht (OR 685 b V)	Zeitpunkt des Gesuches für die Übernahme von nicht börsenkotierten, vinkulierten Aktien
Aktienrecht (OR 725 ff.)	Überschuldung zum Zeitpunkt der Kenntnisnahme
Fusionsgesetz (FusG 7, 15 IV/31)	Zeitpunkt bei Abschluss des Fusions- bzw. Spaltungsvertrags

In der Praxis stellt sich häufig die Frage, ob vor dem Stichtag vorhandene oder erst nach dem Stichtag erkannte Entwicklungen zu berücksichtigen sind. Bei vertraglichen Ansprüchen können die Partner im gegenseitigen Einvernehmen den Stichtag nachträglich korrigieren.

Bei gesetzlich festgelegten Stichtagen ergibt sich bei der Unternehmensbewertung das Problem, wie nachträgliche Entwicklungen zu berücksichtigen sind. Für diese Frage ist in Deutschland die **Wurzeltheorie** erarbeitet worden. Spätere Entwicklungen sind demnach zu berücksichtigen, wenn diese schon mit ausreichend hoher Wahrscheinlichkeit zum Zeitpunkt der Bewertung in ihren Wurzeln angelegt und erkennbar waren. Dieses Prinzip ist auch vom IDW-Standard 2008 übernommen worden.⁵²⁵ Schweizer Juristen sind der Ansicht, dass die Wurzeltheorie auch in der schweizerischen Bewertungspraxis zur Anwendung kommen kann und muss. Die Abweichung vom Stichtagsprinzip dient dazu, eine unzutreffende Prognose zu korrigieren.

21.6 Unternehmensanalyse

Jede Bewertung setzt umfassende Informationen über die rechtliche Struktur des Unternehmens, seine Marktstellung sowie die vergangene Entwicklung der Ertrags-, Vermögens- und Finanzlage im Rahmen der Branchenkonjunktur voraus. Ebenso sind die Erfolgspotenziale aufzuzeigen, welche die Voraussetzungen für die langfristige Sicherung der Unternehmensexistenz und die nachhaltige Erzielung angemessener Gewinne schaffen.

21.6.1 Analyse der Vergangenheitsergebnisse

Analysiert werden die Erfolgsrechnungen der vergangenen drei bis fünf Geschäftsjahre, wobei je nach den angewendeten Rechnungslegungsnormen die Gewinne in unterschiedlichem Ausmass zu bereinigen sind. Erfolgen die Jahresabschlüsse nach OR (Rechnungslegungsrecht), sind in der Regel umfassende Bewertungskorrekturen auf Warenvorräten, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Sachanlagen (nicht betriebsnotwendige Abschreibungen) und Rückstellungen vorzunehmen.

525 IDW-S 1, Ziff. 4.3, Nr. 22, 23 und 4.4 Ziff. 32.

Wertvermehrnde Aufwendungen und Eigenleistungen sind korrekt zu erfassen und betriebsfremde und ausserordentliche Aufwendungen und Erträge auszusondern. In den Bilanzen sind die nach dem Vorsichtsprinzip ermittelten Werte auf objektive, betriebswirtschaftliche Werte nach Swiss GAAP FER oder IFRS, gegebenenfalls auf Tageswerte (Current Cost Accounting), umzustellen. Die bereinigten Vergangenheitszahlen bilden die Grundlage für die Beurteilung der Zuverlässigkeit der zukunftsgerichteten Planungsdaten.

21.6.2 Analyse der Unternehmensplanung und Finanzplan

Zur Schätzung der zukünftigen Gewinne oder Cashflows sind Budgets und Jahresrechnungen für den gewählten Planungshorizont unerlässlich. Diese sind mit Unsicherheiten behaftet, welche mit der Entfernung vom Bewertungsstichtag zunehmen. Die Plausibilität der von der Unternehmensleitung ausgearbeiteten Businesspläne ist durch den Bewertenden kritisch zu überprüfen. Es ist üblich, den Planungszeitraum in Phasen mit unterschiedlicher Verlässlichkeit der Schätzungen zu unterteilen, zum Beispiel in die nächstliegende, noch detailliert planbare Zukunft (drei bis fünf Jahre), und in eine zweite Phase, welche auf der Detailplanung der ersten Phase und den langfristigen Fortschreibungen von Trendentwicklungen aufbaut.

Es wird untersucht, ob sich die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage nach der Phase der detaillierten Planung in einem sogenannte Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinden. Wenn sich die erwarteten jährlichen finanziellen Überschüsse verändern, sind Annahmen zum Wachstum der Überschüsse und deren Auswirkungen zu treffen.⁵²⁶ Wegen des starken Gewichtes der Cashflows in der zweiten Phase, ist eine kritische Prüfung der zugrunde liegenden Annahmen besonders wichtig. In der Praxis werden auch Dreiphasenmodelle verwendet: Drei Jahre (*Forecast Period*), sieben Jahre (*Transition Period*) und nach zehn Jahren der Beharrungszustand (*Stable Period*). Bei der Beurteilung der Zeitreihen für künftige Cashflows sind insbesondere sogenannte **Hockey-Stick-Planungen** kritisch zu hinterfragen. Hockey-Stick-Planungen zeigen zunächst flache Verläufe (z. B. von Cashflows) und in späteren Jahren hohe Steigerungsraten. Dies fällt bei der Unternehmensbewertung besonders ins Gewicht, weil dadurch der Startpunkt für die Fortführungswerte (*Stable Period*) erhöht wird.

Als Folge eines Unternehmenszusammenschlusses ergeben sich im Allgemeinen Verbesserungen der Ertragskraft durch sogenannte echte *Verbund- oder Synergieeffekte*. Diese sind bei der Ermittlung von Entscheidungswerten für den potenziellen Käufer zu berücksichtigen.⁵²⁷ Der **Stand-alone-Wert** ist der Wert eines Unternehmens ohne echte Synergieeffekte für den Käufer. Echte Synergieeffekte lassen sich ausschliesslich durch einen Zusammenschluss realisieren. Unechte Synergieeffekte

526 IDW-S 1, Ziff. 78.

527 IDW-S 1, Ziff. 50.

können ohne die Veräußerung durch den bisherigen Unternehmenseigentümer realisiert werden.

Der Unternehmenswert wird in der Regel auch massgeblich von den Managementqualitäten bestimmt: Sind diese auf den Erwerber übertragbar oder führt ein Eigentümerwechsel zum Ausscheiden von Führungskräften? Muss das bisherige Management wegen Unfähigkeit ausgewechselt werden? Werden zusätzliche Leistungen aufgrund der *Change-of-Control-Klauseln* fällig?

21.7 Begriff des Unternehmenswerts

Theoretisch entsteht der Wert eines Unternehmens aus dem zukünftigen Nutzen, denn der Erwerber zahlt nicht für die in der Vergangenheit erzielten Ertragsüberschüsse und der Verkäufer seinerseits verzichtet auf den zukünftigen Erfolg. Der objektivierte Unternehmenswert ist ein Zukunftserfolgswert, der sich bei der Fortführung des Unternehmens mit einem unveränderten Konzept und mit allen realistischen Marktchancen und Risiken ergibt.⁵²⁸

In der betriebswirtschaftlichen Theorie wird der Kauf einer Unternehmung wie eine Investition betrachtet und der Unternehmenswert nach den Verfahren der Investitionsrechnung (Kapitalwertmethode) beurteilt. Die Einzahlungsüberschüsse sind mit dem Kapitalisierungssatz auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen.⁵²⁹

Der **Unternehmenswert** entspricht dem Barwert der Einzahlungsüberschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen zuzüglich des Wertes des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.

Formel für Unternehmenswert

$$UW = \sum_{t=0}^n (E-A) \frac{1}{(1+r)^t}$$

UW = Unternehmenswert im Bewertungszeitpunkt

E = Einzahlungen

A = Auszahlungen

i = Kapitalisierungszinssatz

t = Zeitindex

Es handelt sich bei dieser Formel um den Bruttounternehmenswert (Entity Value). Der objektivierte Wert des Eigenkapitals (Equity Value) ergibt sich indirekt als

528 IDW (Fassung 1983), Ziff. 49.

529 IDW-S 1: Ziff. 6.1.85.

Differenz zwischen dem Gesamtunternehmenswert und dem Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals. Beim Equity-Verfahren wird der Marktwert des Eigenkapitals direkt ermittelt. Der Kapitalisierungssatz ist entsprechend dem gewählten Verfahren festzulegen: Eigenkapitalkosten bei Equity-Verfahren oder gewichteter Kapitalkostensatz aus Fremd- und Eigenkapitalkosten bei Entity-Verfahren.

Die Einzahlungsüberschüsse oder Cashflows aus Geschäftstätigkeit stehen jedoch nicht vollumfänglich zur freien Verfügung des Investors. Aus dem Cashflow sind Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen zu finanzieren, weshalb bei der Cashflow-basierten Unternehmensbewertung (DCF-Methode) der Free Cashflow die relevante Grösse darstellt. Nicht zu verwechseln mit dem Unternehmenswert ist der in der Finanzanalyse gebräuchliche Begriff des Enterprise Value.

21.8 Bewertungselemente

21.8.1 Erfolg

Der zukünftige Erfolg (Nutzen) ist in der Regel das entscheidende Element der Unternehmensbewertung, wobei verschiedene Massstäbe zur Messung des Erfolgs in Betracht kommen. Ist die Fortführung des Unternehmens nicht möglich oder nicht beabsichtigt, wird der Unternehmenswert durch eine isolierte Bewertung der einzelnen Vermögenspositionen und der Verbindlichkeiten ermittelt (Substanzwertbetrachtung oder Liquidationswertbetrachtung).

Nach der herkömmlichen Auffassung bemisst sich der massgebliche Erfolg auf Grund der Aufwand- und Ertragsprognosen der erwarteten **Unternehmensgewinne** (allenfalls -verluste). Nach den neuzeitlichen Konzepten sind für die Unternehmensbewertung ebenfalls die Verfahren der Investitionsrechnung mit der entscheidenden Erfolgsgrösse, den Bargeldströmen bzw. **Cashflows**, massgebend. Dabei sind folgende Cashflow-Grössen zu unterscheiden:⁵³⁰

- die operativen Free Cashflows,
- die Netto-Ausschüttungen des Unternehmens wie Dividenden, Kapitaleinlagenrückzahlungen,
- die Netto-Cashflows für die Unternehmungseigentümer, wie Ausschüttungen, Kapitalrückzüge und weitere Auszahlungen aus der Investition, Steuereffekten usw.,
- die Einzahlungsüberschüsse (Free Cashflow +/- Veränderungen der Finanzverbindlichkeiten).

530 Peemöller, V.: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne 2009, S. 55.

21.8.2 Kapitalisierungszinssatz

Die primäre Aufgabe des Kapitalisierungszinssatzes im Zusammenhang mit der Ertragswertermittlung besteht darin, in der Zukunft anfallende Beträge auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen, sodass diese addiert werden können.⁵³¹

Bei den neuzeitlichen Bewertungsverfahren wird der gewichtete Kapitalkostensatz (**WACC**) eingesetzt. Die **Eigenkapitalkosten** werden meist entsprechend dem Capital Asset Pricing Model berechnet. Als Variante wird auch der einfache **Risikokomponentenansatz** angewendet. Die Eigenkapitalkosten werden dabei wie folgt berechnet:

- **Basiszinssatz** (risikofreier Kapitalzins),
- **Risikozuschläge**
 - für das Geschäftsrisiko (Operating-Leverage-Risiko)⁵³²,
 - für das Financial-Leverage-Risiko,
 - für erschwerte Verkäuflichkeit bei KMU (**Immobilisierungszuschlag**) und kleinkapitalisierten, börsenkotierten Gesellschaften (**Small Cap Premium**).

Die Risikozuschläge sind individuell festzulegen. Volkart⁵³³ gibt 3 % als Beispiel für das Geschäftsrisiko, 1.5 % für das Financial-Leverage-Risiko und 2.5 % für das Small-Cap-Risiko. Der **Fremdkapitalkostensatz** richtet sich im einfachsten Fall nach der Verzinsung der beanspruchten Fremdkapitalkategorien.

Wenn ein Unternehmen börsenkotiert ist, so lassen sich viele Parameter für die WACC-Berechnung herleiten. So betragen die Parameter für das Jahr 2023:⁵³⁴

WACC	6.8 %
Risikoloser Zinssatz	0.7 %
Markttrisikoprämie	7.2 %
Fremdkapitalkosten im Schnitt	2.0 %
Umsatzwachstum im Schnitt	0.6 %
Beta-Faktor levered	1.04
Beta-Faktor unlevered	0.90
Eigenkapitalkosten (CAPM) im Schnitt	7.7 %

531 Helbling, C.: Unternehmensbewertung und Steuern, Düsseldorf 1998, S. 92.

532 Im Geschäftsrisikozuschlag werden die erhöhten Risiken, z.B. wegen Schwankungsanfälligkeit der Gewinne, unklaren Managementverhältnissen, einseitigen Abhängigkeiten von Kunden, Lieferanten und Vermietern (Verkaufsladen) berücksichtigt.

533 Volkart, R.: Corporate Finance, Zürich 2007, S. 352.

534 Cost of Capital, Kapitalmarktstudie von KPMG, 2023, S. 22 ff.

Alternativ können die Eigenkapitalkosten auch mit den erwarteten Renditen – sprich Eigenkapitalrendite – ermittelt werden.

21.8.3 Finanzierungsverhältnis

Das Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital (Kapitalstruktur) beeinflusst den Unternehmenswert, weil bei der Berechnung des Kapitalkostensatzes die Eigen- und Fremdkapitalkosten entsprechend ihren Anteilen an der Zielkapitalstruktur gewichtet werden. Die Eigenkapitalkosten reflektieren dabei die von den Inhabern der Beteiligungsrechte (Aktien, PS, GmbH-Anteilen) geforderte Eigenkapitalrendite. Die Fremdkapitalkosten widerspiegeln die Renditeforderungen der Fremdkapitalgeber, die massgeblich vom risikolosen Zinsniveau und von Überlegungen zum Ausfall- bzw. Gegenparteiisiko bestimmt werden. Wesentlich wirkt auch das Leverage-Niveau auf die Höhe der Fremdkapitalkosten ein. Sofern die Fremdkapitalkosten des bewerteten Unternehmens steuerlich abzugsfähig sind, reduzieren sich diese um den Steuereffekt.

21.8.4 Unternehmenssubstanz

Die Unternehmenssubstanz umfasst sämtliche dem Unternehmen zur Verfügung stehenden Vermögenswerte (investiertes Kapital) und dessen Verbindlichkeiten. Dabei ist die Bilanzierung nicht massgebend. Der *Vollsubstanzwert* umfasst auch die verschiedenen handelsrechtlich nicht aktivierbaren immateriellen Werte. Der *Teilsbstanzwert* beschränkt sich auf die materiellen Bestände.⁵³⁵ Das am Bewertungsstichtag vorhandene Unternehmensvermögen dient vielfach nicht ausschliesslich der betrieblichen Leistungserstellung. Die nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte und der daraus erzielte Gewinn bzw. Cashflow sind deshalb gesondert zu bewerten.

21.8.5 Steuern

Die Gewinnsteuern haben auf die Berechnung des massgebenden Erfolgs einen nicht zu unterschätzenden Einfluss. Die Schätzung der zukünftigen Gewinnsteuern ist jedoch mit verschiedenen Unsicherheiten belastet, wie die Veränderungen der zukünftigen Steuersätze und des Steuersystems, die Rückforderung von Quellensteuern und in Konzernen die Gewinnausschüttungspolitik und die Möglichkeiten der Gewinnverschiebung. Bei der Ermittlung des Substanzwertes fallen die latenten Steuern auf un versteuerte Reserven in der Regel stark ins Gewicht.

535 Helbling, C.: Unternehmensbewertung und Steuern, Düsseldorf 1998, S. 208.

21.9 Equity und Entity Approach

Rechentechnisch kann entweder der Bruttowert des Unternehmens oder der Unternehmenswert des Eigenkapitals ermittelt werden. Deshalb spielen aus der Sicht des Erwerbers die angestrebte Kapitalstruktur (Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital) und die Zusammensetzung des Fremdkapitals (verzinslich/unverzinslich sowie steuerlich abzugsfähig oder nicht) bei der Unternehmensbewertung eine wichtige Rolle.

Der **Equity Approach (Netto- oder Eigenkapitalmethode)** ermittelt den Wert des Eigenkapitals des Unternehmens.

Der Unternehmenswert des Eigenkapitals wird direkt durch die Kapitalisierung des Gewinns nach Steuern mit den Eigenkapitalkosten (KEK) ermittelt. Der Equity Approach wird verwendet, wenn ein hoher Fremdkapitalanteil wie bei Banken und Versicherungen dem Geschäftszweck entspricht oder der Käufer kein verzinsliches Fremdkapital beansprucht und demnach die Bestimmung des WACC nicht sinnvoll ist.

Falls nach dem Kauf das bestehende Finanzierungsverhältnis verändert wird, kommt der *Entity Approach* zur Anwendung.

Der **Entity Approach (Brutto- oder Gesamtkapitalmethode)** ermittelt den Unternehmenswert des Gesamtkapitals (Eigenkapital und Finanzverbindlichkeiten).

In einem ersten Schritt wird der Unternehmenswert unter der Annahme berechnet, die Unternehmung sei ausschliesslich mit Eigenkapital finanziert. Somit können die Fremdkapitalkosten vernachlässigt werden. Massgebend für die Berechnung ist der um die Gewinnsteuern korrigierte EBIT, der sogenannte **Net Operating Profit After Taxes (NOPAT)**. In einem zweiten Schritt wird eine Zielkapitalstruktur mit Fremdkapital festgelegt und daraus der Zinsaufwand abgeleitet. Der sich daraus ergebende **Steuereffekt (Tax Shield)** wird bei der Ermittlung des WACC berücksichtigt. Der Tax Shield darf jedoch nur in dem Masse einbezogen werden, wie dieser tatsächlich realisiert werden kann. Wird Fremdkapital zum Beispiel von einer reinen Holding aufgenommen, die eine geringe Steuerbelastung hat, so ist es nicht sachgerecht, wenn der Tax Shield unter Annahme des Steuersatzes einer operativen, ohne Einschränkung besteuerten Konzerngesellschaft angesetzt wird. Der Unternehmenswert des Eigenkapitals ergibt sich nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals.⁵³⁶ Der Entity Approach ist in der Unternehmensbewertung die Regel, weil der

⁵³⁶ Wird das gesamte Fremdkapital in die Berechnung einbezogen, spricht man von der **integralen Bruttomethode**, siehe Volkart, R.: Corporate Finance, Zürich 2007, S. 350.

Erwerber im Allgemeinen das Finanzierungsverhältnis nach seinen Bedürfnissen neugestaltet, z. B. durch eigenkapitalersetzende Darlehen anstelle von Bankverbindlichkeiten.

Beispiel Vergleich Equity/Entity (Enterprise) Approach

Summarische Bilanz in TCHF und wesentliche Angaben:

Umlaufvermögen	1 200
Anlagevermögen	2 900
Bilanzsumme	4 100
Unverzinsliche Schulden	800
Finanzverbindlichkeiten	2 400
Eigenkapital	900
Bilanzsumme	4 100
Zielrendite Eigenkapital	10 %
Finanzverbindlichkeiten	5 %
Verhältnis Eigenkapital zu Finanzschulden	2:3
Gewinnsteuerrate	20 %

Unternehmenswert nach dem Equity Approach (Nettomethode) Gewinngrößen in TCHF:

EBIT	320
–Zinsaufwand	–120
= Gewinn vor Steuern	200
–Gewinnsteuern (20 %)	–40
= Gewinn nach Steuern	160

Die Eigenkapitalkosten entsprechen der geforderten Eigenkapitalrendite »ewiger« Gewinn kapitalisiert mit Eigenkapitalkosten (gewinnbasierte Ertragswertmethode) Unternehmenswert (Equity) = $160/0,1 = 1\,600$. Die Differenz zwischen dem Unternehmenswert von 1 600 und dem Eigenkapital von 900 entspricht den nicht bilanzierten immateriellen Vermögenswerten.

Unternehmenswert nach dem Entity Approach (Bruttomethode) Gewinngrößen:

EBIT	320
–Gewinnsteuern (20 %)	–64
= NOPAT (Net Operating Profit after Taxes)	256

»Ewiger« NOPAT kapitalisiert mit WACC

$WACC = 0,4 \times 10 \% + 0,6 \times 5 \% \times (1 - 0,2)$	6.4 %
Unternehmenswert Entity = $256/0,064$	4 000
–Finanzverbindlichkeiten gemäss Bilanz	–2 400
Unternehmenswert Equity	1 600

22 Überblick über die Unternehmensbewertungsmethoden

Die Vielfalt an Bewertungszwecken erfordert den Einsatz unterschiedlicher Bewertungsverfahren, denn der zu ermittelnde Unternehmenswert ist keine feststehende Grösse. Dies gilt auch für den von Gesetzes wegen festzulegenden, aus dem Unternehmenswert abgeleiteten wirklichen Wert von Aktien (OR 685 b). Gemäss Rechtsprechung muss dieser, im Einzelfall nach verschiedenen Methoden, ermittelt werden.⁵³⁷ Dieser Grundsatz wurde auch bei der Überprüfung von Unternehmensbewertungen im Rahmen von Fairnessopinions zu FusG 105 in einem ausführlich begründeten BGE zum Übernahmeangebot BVZ/Gornergratbahn bestätigt.⁵³⁸ Moderne Software-Unterstützungen erleichtern die Anwendung von Verfahren mit komplexerer Rechentechnik merklich. Daneben bringt die Verfügbarkeit von umfangreichen Datenbanken und Informationssystemen neue Möglichkeiten der Informationsbeschaffung für Unternehmensbewertungen, insbesondere für die Vergleichsverfahren und die Sensitivitätsanalysen.

Theorie und Praxis zeichnen sich durch eine grosse Methodenvielfalt aus.⁵³⁹ Diese Methoden werden im Einzelnen entsprechend der nebenstehenden Darstellung behandelt. Bei der Ertragswertmethode wird unterschieden zwischen den zu erwartenden Unternehmungsgewinnen (buchhalterische Periodenergebnisse) und dem monetären Zukunftserfolg (Cashflows). Gemäss dem aktuellen Stand der Wissenschaft und den Fachstandards sind die auf den Bewertungsstichtag abgezinsten Cashflows (DCF) massgebend. Das DCF-Verfahren wird heute als Best Practice betrachtet.⁵⁴⁰

Wegen ihrer geringen Bedeutung in der Praxis sind die Venture-Capital-Methode und der Realoptionsansatz⁵⁴¹ nicht in der Übersicht enthalten.

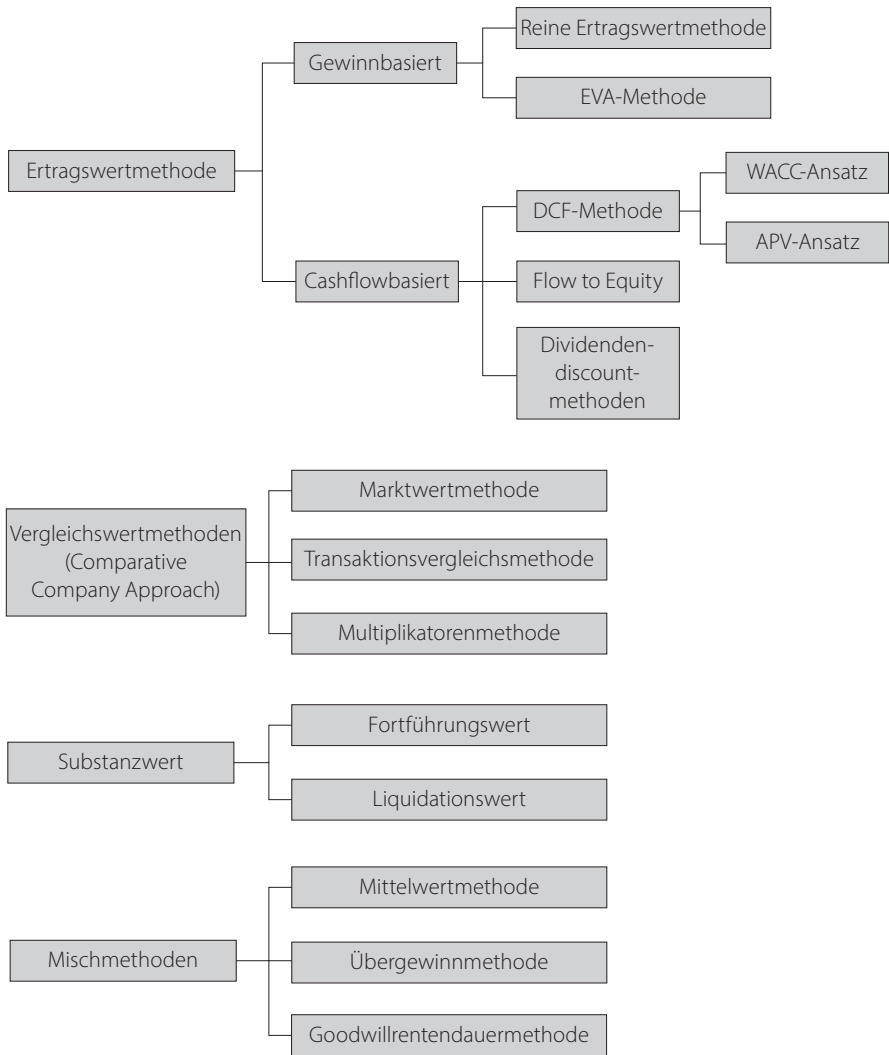
537 BGE 4c 363/2000 vom 3.4.2001.

538 4 A_96/2011.

539 In Anlehnung an Gantenbein, P./Gehrig, M.: *Moderne Unternehmensbewertung*, in: ST 7/2009, S. 603.

540 Fachmitteilung Schweizerische Treuhand-Kammer, Ziff. 7.3 und Fachmitteilung der ExpertSuisse »Fachmitteilung Unternehmensbewertung«, Zürich 2022.

541 Näheres dazu siehe Volkart, R.: *Unternehmensbewertung und Akquisitionen*, Zürich 2010, S. 179. Ausführlich bei Beckmann, Ch./Peemöller, V.: *Der Realoptionsansatz*, in: Peemöller, V., *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, Herne 2009., S. 1046 ff.



Dar. 51: Bewertungsmethoden für Unternehmen

22.1 Gewinnbasierte Ertragsmethoden

22.1.1 Reine Ertragsmethode

Kapitalisierung konstanter nachhaltiger Gewinne

Der Reingewinn wird als feste Grösse angenommen, und zwar als geschätzter durchschnittlicher Zukunftsgewinn (E_m). Der Gesamtunternehmenswert netto (V , value) entspricht dem Ertragswert (EW_0) und ergibt sich aus der Kapitalisierung von (E_m) mit dem Zinssatz (i) als ewige Rente.

Formel zur reinen Ertragswertmethode

$$V = EW_0 = \frac{E_m}{i}$$

Diskontierung schwankender Gewinne (Discounted Earnings Stream Method)

Im Sinne einer Verfeinerung kann für die Planungsperiode nach Phasen getrennt mit variablen Gewinnen in einem mehrstufigen Verfahren gerechnet werden. Wie beim reinen Ertragswertverfahren kommt ebenfalls die Nettomethode zur Anwendung. Bei Grossunternehmen sind die reinen Ertragswertmethoden in Anlehnung an die internationale Praxis durch das Discounted-Cashflow-Verfahren abgelöst worden. In KMU ist der gewinnbasierte Ertragswert nach wie vor häufig in Verbindung mit Substanzwertberechnungen Grundlage für die Ermittlung des Unternehmenswertes.

22.1.2 Economic Value Added-Methode

Das von Stern Stewart & Co. entwickelte Economic-Value-Added-Konzept (EVA) ist grundsätzlich ein Element der wertorientierten finanziellen Führung. Zentrale Grössen sind der NOPAT, die betriebsnotwendige Substanz und die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC). Der EVA für eine Periode ergibt sich aus der Differenz zwischen dem effektiv erwirtschafteten NOPAT und dem mindestens zu erzielenden Ergebnis⁵⁴², welches sich aus der Multiplikation der betriebsnotwendigen Substanz mit dem WACC ergibt. Der EVA kann für alle zukünftigen Perioden berechnet und mit dem WACC abdiskontiert werden. Der Unternehmens-

542 Als Mindestergebnis wird jener Betrag bezeichnet, welcher die aufgrund des WACC ermittelten Kapitalkosten deckt. Es handelt sich um den mindestens zu erzielenden Gewinn.

wert setzt sich dann aus dem Barwert der zukünftigen EVA zuzüglich dem abdiskontierten Residualwert und dem investierten Kapital zusammen.⁵⁴³

EVA (Economic Value Added)-Formel

$$V = \left(\frac{G + Z}{C} - WACC \right) \times C$$

V = Value (Unternehmenswert)
 G = Gewinn
 Z = Finanzaufwand, Zinsaufwand
 WACC = gewichtete Kapitalkosten
 C = investiertes Kapital

22.2 Cashflow-basierte Ertragswertmethoden

22.2.1 Discounted Cashflow-Methode

Der Wert des Unternehmens als Ganzes (Entity), d. h. der Marktwert des gesamten Kapitals, wird berechnet durch die Diskontierung (**DCF-Wert**) der periodischen Free Cashflows mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC). Der für die Unternehmenswertberechnung massgebende **Free Cashflow** wird direkt⁵⁴⁴ wie folgt hergeleitet:

- Umsatz
- betrieblicher Aufwand
- = **EBITDA**
- Abschreibungen (D) und Amortisationen (A)
- = **EBIT**
- Steuern auf EBIT
- = **NOPAT**
- + Abschreibungen und Amortisationen
- + Investitionen Anlagevermögen (CAPEX)
- Desinvestitionen Anlagevermögen
- +/- Veränderungen nicht bares Umlaufvermögen
- = **Free Cashflow vor Zinsen, nach Steuern**

543 Siehe das schematische Beispiel bei Hoke, M. in: Unternehmensbewertung auf Basis EVA, in: ST 9/2002, S. 767.

544 Zur indirekten Berechnung des Free Cashflows siehe Formel IDW-S 1, Ziff. 7.3.2.2.

Im einfachsten Fall wird dieser aus den Planungsrechnungen des Unternehmens für die nächsten fünf Jahre abgeleitet. Für die darauffolgenden Jahre wird, gegebenenfalls unter Berücksichtigung einer nachhaltigen Wachstumsrate, aufgrund der Annahme eines »ewigen« FCF ein **Residualwert (Terminal Value)** ermittelt. Eine moderate Wachstumsrate lässt sich mit der in Zukunft zu erwartenden durchschnittlichen jährlichen Inflationsrate von 1 bis 2 % begründen.

Residualwert-Formel

$$RW = \frac{FCF_T \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

RW = Residualwert

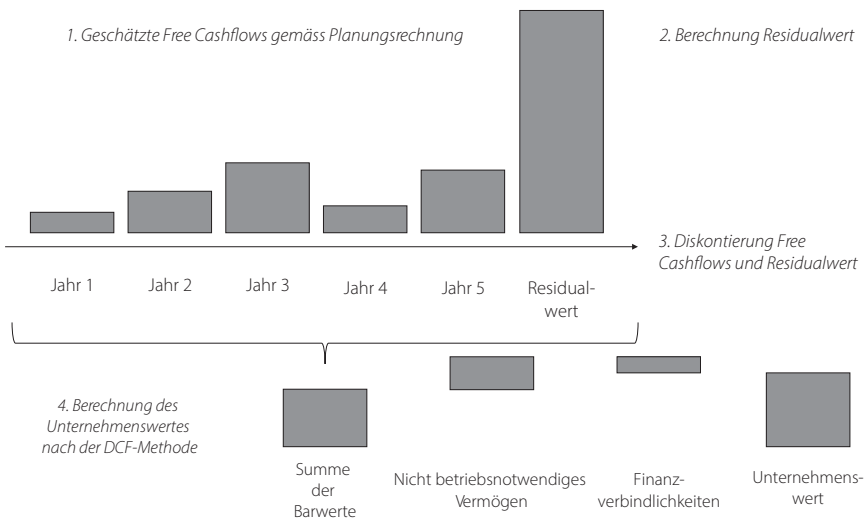
FCF = Free Cashflow

T = Schätzung für die letzte Periode der Planung

WACC = gewichtete Kapitalkosten (weighted average cost of capital)

g = Wachstumsrate des Free Cashflow

Der Residualwert trägt mehr als die Hälfte zum Unternehmenswert bei, weshalb der Ermittlung dieses Wertes ein hoher Stellenwert zukommt.⁵⁴⁵ Grafisch präsentiert sich das DCF-Modell wie folgt (► Dar. 52).



Dar. 52: Ermittlung des Discounted Cashflow

545 Cheritido, Y./Schneller, Th.: Der Residualwert in der Unternehmensbewertung, in: ST 9/2004, S. 735 ff. Volkart, R.: Unternehmensbewertung und Akquisitionen, Zürich 2010, S. 137 ff.

Der **durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC)** wird wie folgt berechnet.

WACC-Formel (durchschnittliche bzw. gewichtete Kapitalkosten)

$$WACC = \left(\frac{FK}{(EK + FK)} \times (1-s) \times k_{FK} \right) + \left(\frac{EK}{(EK + FK)} \times k_{EK} \right)$$

WACC = gewichtete Kapitalkosten
 s = Steuersatz
 k_{FK} = Fremdkapitalkosten
 k_{EK} = Eigenkapitalkosten
 FK = Fremdkapital
 EK = Eigenkapital

Die Angaben zur WACC-Formel können aus folgenden Informationsquellen entnommen werden.

Elemente der Kapitalkosten Quelle

Relevered Beta	Bloomberg, Damodaran
Risikoloser Zinssatz	eidgenössischer Anleihen Schweizerische Nationalbank
Marktrisiko	Rendite Pictet & Co. ⁵⁴⁶
Grössenzuschlag	Ibbotson Ass. Yearbook
Kosten Fremdkapital	Unternehmungsinterne Daten, Marktdaten für Credit Default Swaps für die Bestimmung der Kosten des Kreditrisikos
Steuern	Unternehmungsinterne Daten
Zielkapitalstruktur	Unternehmungsinterne Daten (Finanzierungsverhältnis)

Das **Beta (B)** ist ein Mass für das Verhältnis des spezifischen Unternehmensrisikos zum Marktrisiko. Das Marktbeta eines Unternehmens reflektiert auch das Risiko des Finanzierungsverhältnisses und dieses beeinflusst die Kapitalkosten. Zur Herleitung des Aktienbetas bei der Unternehmensbewertung werden die Betafaktoren vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen verwendet. Wegen der unterschiedlichen Kapitalstrukturen können die Vergleichsaktienbetas nicht direkt übernom-

546 Jährliche Studie: The Performance of Shares and Bonds in Switzerland, aktuell abrufbar unter <https://www.pictet.com/content/dam/www/documents/publications/shares-and-bonds-in-switzerland/CH-SharesAndBonds-original-study-layout-2022-DE.pdf>.

men werden. Sie sind zuerst durch **Unlevering (Delevering)** in Asset-Betas zu überführen. Aus den Betas von Vergleichsunternehmen wird ein durchschnittliches Asset-Beta berechnet, welches durch **Relevering** entsprechend der Kapitalstruktur des zu bewertenden Unternehmens in das gesuchte Aktienbeta umgewandelt wird.⁵⁴⁷

Formel zur Ermittlung des Relevered Beta

$$\beta_r = \beta_u \times \left(1 + \left(\frac{FK}{EK} \times (1-s) \right) \right)$$

β_r = Beta relevered

β_u = Beta unlevered

FK = Fremdkapital

EK = Eigenkapital

s = Steuerrate

Bei der Ermittlung von Beta-Faktoren auf Basis von Marktdaten ist zu berücksichtigen, dass die Faktoren je nach Datenbasis stark variieren können: Je nach Betrachtungszeitraum und Frequenz der gemessenen Datenpunkte (z. B. Tages- oder Monatsdaten) können sehr unterschiedliche Betafaktoren resultieren.

Der **DCF-Wert des Eigenkapitals (Equity)** ergibt sich aus:

- Barwert der Free Cashflows während der Detailprognose-Periode
- + Barwert der Free Cashflows nach der Detailprognose-Periode, d. h. Barwert des Residualwertes
- = **Bruttounternehmenswert (Entity)**
- Finanzverbindlichkeiten zum Bewertungszeitpunkt
- = Operativer Unternehmenswert (Equity)
- + Betriebsfremdes Vermögen netto
- = **Nettounternehmenswert (Equity)**

Das betriebsfremde Vermögen umfasst z. B. Renditeliegenschaften und Überschussliquidität (Excess of Cash). Es kann veräußert werden, ohne die operative Tätigkeit des Unternehmens zu beeinträchtigen. Der DCF-Wert des Eigenkapitals dividiert durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien ergibt den **quotalen Wert** oder **Fair Value** je Aktie. Werden massgebende Aktienpakete gehandelt, wird für den damit verbundenen Einfluss ein Zuschlag verlangt (**Paketzuschlag** oder **Kontrollprämie**). Für Minderheitspakete oder einzelne Aktien wird ein Abschlag von 10 % bis

547 Volkart, R.: Unternehmensbewertung und Akquisitionen, Zürich 2010, S. 155.

30 % als angemessen betrachtet (**Minority Interest Discount**).⁵⁴⁸ Der früher häufig realisierbare »Lastigkeitswert« von kleineren Gruppen von Minderheitsaktionären (Nuisance Value) hat seit der Einführung der modernen Squeeze-out-Regelungen markant abgenommen.

22.2.2 Adjusted-Present-Value-Methode (APV-Methode)

Die Adjusted-Present-Value-Methode ist eine Variante des DCF-Verfahrens. Sie bezweckt, den Steuereffekt der Fremdkapitalzinsen auf dem Unternehmenswert aus der Basisbewertung zu eliminieren und getrennt zu bewerten.

In einem ersten Schritt wird der Unternehmenswert – unter Annahme einer vollständigen Eigenfinanzierung durch Diskontierung der prognostizierten Cashflows – mit den Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber ermittelt. In einem zweiten Schritt wird der Barwert der Steuereinsparungen (Debt Tax Shield) berechnet, welche die Unternehmung aufgrund der Fremdfinanzierung erzielt.⁵⁴⁹

Der Vorteil der APV-Methode liegt darin, dass der Wertbeitrag des Tax Shield explizit aufgezeigt wird.⁵⁵⁰ Der APV-Ansatz ist geeignet, wenn der angestrebte oder mögliche Betrag des Fremdkapitals nicht feststeht oder wenn wegen eines hohen Verlustvortrags ein ausgeprägter steuerlicher Effekt zu berücksichtigen ist.⁵⁵¹

Die Formel für die APV-Methode ist wie folgt, wobei sich dieser aus dem Barwert der erwarteten Cashflows und dem Barwert des Tax Shield auf dem Fremdkapital und des Zinseffektes ergibt:

Formel zur Adjusted Present Value-Methode

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1 + k_{EK})^t} + \frac{CF_{T+1}}{(k_{EK} \times (1 + k_{EK}))^T} + \sum_{t=1}^T \frac{r_f \times s \times NFK_{t-1}}{(1 + r_f)^t} + \frac{s \times NFK_{T+1}}{(1 + r_f)^T}$$

V = Wert des Unternehmens

CF = Cashflows

k_{EK} = Eigenkapitalkosten

r_f = Fremdkapitalkosten

s = Steuerrate

NFK = Nettofinanzverbindlichkeiten

548 Helbling, C.: Unternehmensbewertung und Steuern, Düsseldorf 1998, S. 533.

549 Eine ausführliche Darstellung des APV-Ansatzes gibt Loderer, C./Walchli, U.: Handbuch der Bewertung, Band 2: Unternehmen, Zürich 2010: S. 319 ff.

550 Volkart, R.: Unternehmensbewertung und Akquisitionen, Zürich 2010, S. 154.

551 Gantenbein, P./Gehrig, M.: Moderne Unternehmensbewertung, in: ST 7/2009, S. 606.

22.2.3 Flow-to-Equity-Methode

Alle Cashflow-Zahlungen wie Gewinnausschüttungen, Kapitalrückzahlungen oder andere finanzielle Vorteile (z. B. verdeckte Gewinnausschüttungen an den Eigentümer), welche durch das Gesellschaftsverhältnis begründet sind, werden mit einem der Kapitalstruktur angepassten Eigenkapitalkostensatz diskontiert.

22.2.4 Dividendendiscount-Methode

Dieses Verfahren beruht auf der Annahme, wonach der Wert von Aktien oder GmbH-Anteilen dem Barwert sämtlicher zukünftiger Dividenden entspricht. Das Konzept wurde in den USA entwickelt, wo die in der Schweiz verbreiteten, der Dividende gleichzusetzenden Nennwert- oder Kapitaleinlagerückzahlungen nicht bekannt sind.

Die Dividendendiscount-Methode ist bei schweizerischen Gesellschaften auf Ausschüttungsmodelle anzupassen. Bei industriellen Unternehmen eignen sich diese Methoden zur Beurteilung der Angemessenheit des Aktienkurses jedoch besser als zur Bewertung des Unternehmenswertes des Eigenkapitals, da klare Grundsätze zur Ausschüttungspolitik (Problematik der Dividendenprognosen) in der Regel fehlen.

Die Formel für die Berechnung des Dividendenwertes (Dividend Discount Modell in Englisch, kurz DDM) ist wie folgt:

Formel zum Dividendendiscount (DDM)-Modell

$$V = \frac{D}{(r-g)}$$

V = Wert je Aktie (Value)

D = Dividende je Aktie

r = Eigenkapitalkosten

g = Wachstumsrate der Dividende

Die Wachstumsrate der Dividenden ergibt sich aus der Multiplikation der Eigenkapitalrendite und der Rückbehaltungsquote (retention rate). Die Rückbehaltungsquote ergibt mit der Ausschüttungsquote (payout ratio) 100 %.

Beispiel Bewertung einer Bank mit der Dividendendiscount-Methode Neue Aargauer Bank (NAB)

Im September 2010 unterbreitete die Muttergesellschaft Credit Suisse Group, welche seit der Übernahme 1994 98.6 % des gesamten Aktienkapitals hielt, den Minderheitsaktionären ein öffentliches Kaufangebot von CHF 1 000. Die Fairness

Opinion beurteilte die Angemessenheit des Kaufpreises primär anhand der Dividendendiskontierungsmethode, wobei die Summe der Barwerte der jährlichen Dividenden dem operativen Wert der NAB entsprach. Nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte besass die NAB keine. Von 2010 bis 2013 wurden die Dividenden von CHF 84 und alle später bezahlten Dividenden von CHF 718 zum Eigenkapitalkostensatz von 5.8 % diskontiert. Daraus resultierte ein Unternehmenswert von CHF 802 je Aktie. Das Bewertungsergebnis wurde anhand von Market Multiples anderer Regionalbanken plausibilisiert. Sämtliche Bewertungsmethoden ergaben einen Wert der NAB-Aktie unter dem öffentlichen Kaufangebot der CS Group, weshalb das Angebot als fair betrachtet wurde.⁵⁵²

22.3 Vergleichsmethoden (Comparative Company Approach)

22.3.1 Marktwertmethode

Mit der **Marktwertmethode** soll der mutmassliche Marktwert des Unternehmens anhand eines Vergleichs mit börsenkotierten Gesellschaften ermittelt werden (Comparative Quoted Analysis).

Dabei ist zu unterscheiden zwischen:

- **Market Multiples auf Entity-Ebene**⁵⁵³ (Umsatz-, EBITDA-, EBIT-Multiples)
- **Market Multiples auf Equity-Ebene** (P/E-, P/B-Multiples)

Solche Vergleiche sind in den letzten Jahren wegen der zunehmenden Konvergenz der Rechnungslegungsstandards, IFRS und Swiss GAAP FER aussagekräftiger geworden. Zu beachten ist, dass die erheblichen Schwankungen der Börsenkurse innerhalb eines Jahres zu markanten Abweichungen des jeweiligen Marktwertes vom objektivierten Unternehmenswert auf den Bewertungsstichtag führen können.

Beispiel Marktwertschwankungen und Unternehmenswert Geberit-Gruppe

2009 notierte der SPI Höchst 5 674 und Tiefst 3 621. Die Aktienkurse der Geberit, der Gesellschaft mit der besten Corporate Governance, schwankten 2009 zwischen Höchst 185 und Tiefst 93. Der Marktwert (Börsenkapitalisierung) fiel von

⁵⁵² Quelle: Geschäftsbericht 2009, verschiedene Presseberichte und Fairness Opinion.

⁵⁵³ Die höchste Relevanz weist der Multiplikator EV/EBITDA auf, siehe Moderne Unternehmensbewertung, in: ST 7/2009, S. 609.

CHF 4 692 Mio. im Januar 2009 auf Tiefst CHF 3 883 Mio. und erholte sich bis Ende 2009 wieder auf CHF 7 661 Mio. Angaben zum Unternehmenswert 2009 nach der DCF-Methode sind nicht verfügbar. Nachdem sich die Geberit-Gruppe auch im schwierigen Marktumfeld 2009 erfolgreich behauptet hat (die EBIT-Marge konnte von 22.9 % auf 24.1 % verbessert werden), ist der Unternehmenswert ohne Zweifel mindestens stabil geblieben. Die Market Comparables liegen Ende 2009 gestützt auf die hohe Ertragskraft, die solide Bilanzstruktur und die angemessene Dividendenrendite über dem Sektorendurchschnitt (Bauzulieferer).⁵⁵⁴

Die Market Multiples werden häufig als einfache Plausibilitätschecks eingesetzt, wobei allerdings zu beachten ist, dass nur solche von vergleichbaren Unternehmen verwendet werden sollten.⁵⁵⁵

Bei privat gehaltenen Unternehmen ist die Marktwertmethode kaum anwendbar, da Vergleichswerte fehlen und die Jahresabschlüsse in der Regel nicht nach einem anerkannten Standard der Rechnungslegung erstellt werden. Optional kann die Marktwertmethode angewendet werden, sofern für verschiedene privat gehaltene Unternehmen entsprechende Unternehmensbewertungen vorliegen würden.

22.3.2 Transaktionsvergleiche

Der potenzielle Marktpreis des zu bewertenden Unternehmens kann auch aus den bezahlten Preisen bei Unternehmenskäufen vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden. Diese Transaktionspreise beziehen sich im Gegensatz zu dem aus den Börsenkursen abgeleiteten potenziellen Marktwert auf das Gesamtunternehmen bzw. auf Mehrheitsbeteiligungen. Den Börsentransaktionen liegen stets nur eine Minderheit von Aktien zu Grunde. Preisvergleiche sind auch anhand von Emissionspreisen bei IPO-Transaktionen möglich. Transaktionsvergleiche werden insbesondere zur Beurteilung der Angemessenheit von öffentlichen Übernahmeangeboten (Fairness Opinions) vorgenommen.

22.3.3 Multiplikatorenmethode

Für die Bewertung von KMU werden häufig branchenspezifische Erfahrungssätze aus Leistungsvergleichen, sogenannte Multiplikatoren, angewendet. Dafür werden im Gegensatz zu den anderen Methoden des Comparative Company Approach keine tatsächlich bezahlten Transaktionspreise oder Börsenwerte vorausgesetzt, welche überdies vorwiegend grosse Unternehmen betreffen und für KMU somit

⁵⁵⁴ Quelle: Statistiken der SIX.

⁵⁵⁵ Cheridito, Y./Hadewicz, T.: Marktorientierte Unternehmensbewertung, in: ST 4/2001, S. 321 ff.

kaum repräsentativ sind. Dazu sind eine klare Zuordnung des zu bewertenden Unternehmens zu einem bestimmten Wirtschaftszweig und zuverlässige Informationen über die branchenüblichen Multiplikatoren erforderlich. Verbreitet sind vor allem Umsatz- und Gewinnmultiplikatoren. Sie führen zu einer Grobschätzung des potenziellen Marktpreises, geniessen aber in der Praxis aufgrund ihrer Einfachheit einer grossen Beliebtheit. Auch im Rahmen der Nachfolgeregelungen wird von privat gehaltenen Unternehmen oft ein Umsatzmultiplikator angewendet.⁵⁵⁶

22.4 Substanzwertmethode

Der Substanzwertansatz knüpft an die für die betriebliche Leistungserstellung notwendigen Vermögenswerte an.

Der **Substanzwert** ist die Summe der einzelnen zu aktuellen Werten erfassten Vermögensbestandteile abzüglich der einzelnen bewerteten Schulden. Er wird auch als Nettoaktiven bezeichnet nach der Rechnungslegung.

Der **Nettosubstanzwert** verkörpert den Wert des Eigenkapitals des Unternehmens, wobei für den Wertansatz je nach Bewertungszweck zwischen der Fortführung des Unternehmens oder einzelner Teile und einer aus finanziellen Gründen notwendigen oder freiwilligen Liquidation zu unterscheiden ist.

Vereinfacht wird jener Betrag des Unternehmenswertes, der die um stille Reserven bereinigten Nettoaktiven übersteigt, als **Goodwill** bezeichnet. Der Substanzwert ist jedoch keine einheitlich definierte Grösse, weil die Frage offen ist, wie die immateriellen Vermögenswerte (Intangibles) bei der Ermittlung des Substanzwertes zu berücksichtigen sind.⁵⁵⁷ Der **Teilsubstanzwert** umfasst nur die erworbenen, selbständig verkehrsfähigen materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände.⁵⁵⁸ Der **Vollsubstanzwert** erfasst auch die selbstgeschaffenen immateriellen Werte, welche die Voraussetzungen der Rechnungslegungsstandards (z. B. FER 10/4) oder nach dem Rechnungslegungsrecht (OR) für die Aktivierung erfüllen.

Als **Goodwill** wird der über die identifizierbaren zu aktuellen Werten bewerteten Nettoaktiven entstehender Mehrwert (Geschäfts- oder Firmenwert) bezeichnet.

556 Viele Dienstleistungsunternehmen (z. B. Treuhandunternehmen) setzen als Unternehmenswert einen Faktor zwischen 40 bis 60 % des letzten Jahresumsatzes ein.

557 Helbling, C.: Unternehmensbewertung und Steuern, Düsseldorf 1998, S. 241 ff.

558 Sieben, G./Maitry, H.: Der Substanzwert der Unternehmung, in: Peemöller, V.: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne 2009, S. 544.

Der Übergang von den identifizierbaren immateriellen Werten als Teil des Substanzwertes zum Goodwill als besonderes Element des Unternehmensvermögens ist jedoch fließend. Für die Identifikation der immateriellen Werte wird in der internationalen Rechnungslegung ein besonderes Verfahren, die **Purchase Price Allocation (PPA)** vorgeschrieben. Der selbst erarbeitete (originäre) ist im Gegensatz zum erworbenen (derivativen) Goodwill nicht aktivierbar (OR 959 II, FER 10/19).

Sofern ein passives Aktionärsdarlehen besteht, ist zu prüfen, ob dieses nicht effektiv Eigenkapital und somit Bestandteil des Substanzwertes ist.

22.4.1 Fortführungswerte (Reproduktionswerte)

Der **Fortführungswert** entspricht den Kosten, die entstehen würden, wenn ein Unternehmen mit der gleichen Leistungsfähigkeit wie das zu bewertende Objekt zum Bewertungszeitpunkt erstellt bzw. wiederbeschafft werden müsste.

Die Ermittlung des Substanzwertes erfolgt in der Regel unter der Annahme der Fortführung des Unternehmens. Wird der **Reproduktionskostenneuwert** um die technische und wirtschaftliche Wertverminderung des bestehenden Unternehmens korrigiert, ergibt sich der **Reproduktionskostenaltwert**. Bei der Ermittlung des Substanzwertes sind grundsätzlich die aktuellen Marktwerte einzusetzen. Zu beachten ist dabei, dass auch in der Bilanz nach dem True-and-Fair-View-Prinzip (Swiss GAAP FER) Aufwertungen vorzunehmen sind, weil z. B. Immobilien und nicht konsolidierte Beteiligungen nicht über die Anschaffungswerte hinaus aufgewertet werden dürfen (FER 2/10 und 11). Diese Zwangsreserven sind aufzulösen. Auf dem Total der aufgelösten stillen Reserven sind die latenten Steuern in Abzug zu bringen. Es besteht keine einheitliche Auffassung zur Frage, ob die latenten Steuern, weil diese nicht sofort zur Zahlung fällig sind, auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren sind.⁵⁵⁹

Da bei privat gehaltenen Unternehmen keine Marktwerte (wohl mit Ausnahme von Beteiligungen und Liegenschaften) in der Regel verfügbar sind, ist auf die stillen Reserven nach dem Rechnungslegungsrecht zurückzugreifen, um eine bereinigte, interne Jahresrechnung zu erhalten, um einen Substanzwert zu erhalten.

Die Bedeutung des Substanzwertes im Rahmen der Unternehmensbewertung ist seit Jahren kontrovers. Die Vertreter der DCF-Methode betrachten den Substanzwert mit Ausnahme der Ermittlung des Liquidationswertes als irrelevant. Das in einem Unternehmen investierte Eigenkapital (Nettosubstanzwert) kann jedoch aus verschiedenen Gründen nicht völlig ausser Acht gelassen werden:

⁵⁵⁹ Der Diskontierungseffekt wird hin und wieder durch die Verwendung des hälftigen Steuersatzes berücksichtigt. In der IFRS-Rechnungslegung ist eine Diskontierung für latente Steuern nicht zulässig bzw. der volle Steuersatz anzuwenden (IAS 12/53).

- Die Unternehmenssubstanz bildet die Grundlage für die künftige Ertragskraft.
- Die Eigenkapitalrendite ist eine wichtige Kennzahl zur Beurteilung der Unternehmung und setzt – sofern diese aussagekräftig sein soll – zuverlässige Informationen über das investierte Eigenkapital (Nettosubstanzwert) voraus. Die Ermittlung des investierten Kapitals ist auch beim EVA-Verfahren unentbehrlich.
- Der Substanzwert ist für die Finanzierungsüberlegungen des Käufers wichtig (Vermögenswerte, insbesondere Liegenschaften, als Kreditsicherheiten).
- Der Substanzwert der Tochtergesellschaften bestimmt in der konsolidierten Bilanz massgeblich den auszuweisenden Goodwill.
- Der Substanzwert stellt beim Methodenvergleich in der Regel die Preisuntergrenze dar.

Der bei Beteiligungs (Investment)-Gesellschaften für die Bewertung übliche Net Asset Value entspricht dem Fortführungssubstanzwert.

22.4.2 Liquidationswerte (Break-Up-Value)

Der **Liquidationswert** ist der aktuelle Veräusserungswert einzelner Elemente oder der gesamten Unternehmungssubstanz.

Die Ermittlung des Liquidationswertes erfolgt, wenn das Unternehmen entweder planmässig aufgelöst oder zwangsliquidiert wird. Bei der Berechnung sind die voraussichtlichen Verwertungserlöse der Aktiven, die am Bewertungsstichtag vorhandenen sowie die durch Liquidation ausgelösten zusätzlichen finanziellen Belastungen zu berücksichtigen. Es liegt auf der Hand, dass bei einer geplanten, organisierten Auflösung höhere Liquidationserlöse zu erwarten sind als bei einer Zwangsliquidation. Dabei ist zu unterscheiden zwischen dem Liquidationswert des ganzen Unternehmens (Totalliquidation) oder der Liquidation einzelner Vermögenswerte, z. B. bei der Schliessung einer Produktionsabteilung eines Geschäftsbereiches oder eines Teilbereiches, wobei beim Liquidationsgewinn besondere Besteuerungsregeln zur Anwendung kommen. Der Liquidationswert kann mit der Preisuntergrenze des Substanzwertes verglichen werden.

22.5 Mischmethoden

22.5.1 Mittelwertmethode

Die Mittelwertmethode ist eine Kombination aus der Substanzwertmethode und der gewinnbasierten Ertragswertmethode. Diese Methode wird in der Schweiz trotz berechtigter Kritik aus wissenschaftlicher Sicht für die Bewertung von KMU in der Praxis immer noch verwendet. Sie wird wegen dieser praktischen Bedeutung auch

als **Praktikermethode** bezeichnet. Liegt der Unternehmenswert über dem Substanzwert, entsteht rechnerisch ein Mehrwert, welcher vereinfacht, wie zuvor erwähnt, als Goodwill umschrieben wird.

Die Praktikermethode geniesst in der Schweiz primär die hohe Akzeptanz, da sie steuerrechtlich für die Ermittlung der Verkehrswerte von Aktien für die Vermögenssteuer angewendet wird. Zudem wird sie in der Bewertung von Beteiligungen in Nachfolgeregelungen oft durch die Steuerbehörde als akzeptierbarer Wert eines Unternehmens betrachtet.

Formel zur Praktikermethode

$$V = \frac{(2 \times EW) + SW}{3}$$

V = Unternehmenswert nach der Praktikermethode

EW = Ertragswert

SW = Substanzwert

22.5.2 Übergewinnmethode

Als **Übergewinn** wird jener Betrag bezeichnet, welcher die »normale« Rendite des investierten Kapitals übersteigt. Er entspricht dem kapitalisierten Goodwill. Die getrennte Erfassung der Übergewinne geht auf die Überlegung zurück, dass diese unsicher sind, weil die mit einer besonders rentablen Unternehmenstätigkeit verbundene überdurchschnittliche Rendite Konkurrenten anzieht. Der zu erwartende verschärfte Wettbewerb wird deshalb früher oder später zu einem Druck auf die Gewinnmarge führen.

Formel zur Übergewinnmethode

$$V = SW + \frac{(E_n - (i \times SW))}{i^*}$$

V = Unternehmenswert der Übergewinnmethode

SW = Substanzwert

i = geforderte Verzinsung des Substanzwerts

i* = Kapitalkosten

E_n = nachhaltiger Gewinn

Der Economic Value Added (EVA) stellt eine moderne Version der Übergewinnmethode dar.

22.5.3 Goodwillrentendauermethode

Diese Methode geht von der Überlegung aus, dass der aus dem Übergewinn resultierende Goodwill nur eine beschränkte Nutzungsdauer aufweist. Deshalb wird der Goodwill nach den handelsrechtlichen Rechnungslegungsnormen direkt oder indirekt abgeschrieben. Bei der Methode der **Goodwillrentendauer** werden die erzielbaren Übergewinne auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Bei der Methode der verkürzten Goodwillrentendauer wird der Übergewinn als eine während einer bestimmten Anzahl Jahren fliessende Rente betrachtet, welche auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren ist.

22.6 Übrige Praktikermethoden

Vor allem bei KMU wird hin und wieder der Wert des Unternehmens nach Leistungswerten wie Jahresumsatz, Honorareinnahmen bei Dienstleistungsunternehmen oder einfachen Multiplikatoren wie x-mal EBIT berechnet.⁵⁶⁰ Auch der Steuerwert der Aktien gemäss dem Kreisschreiben 2008 der EStV wird als Hilfsgrösse zur Beurteilung des Kaufpreises von Unternehmen verwendet.

22.7 Berufliche Vorsorge und Unternehmensbewertung

Schon vor der Einführung des gesetzlichen Obligatoriums der beruflichen Vorsorge (BVG 1985) hatte der Stand der Personalvorsorge einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf die Unternehmensbewertung. Gut dotierte Pensionskassen sowie zusätzliche, für diese Zwecke verfügbare Mittel ohne feste reglementarische Leistungen in patronalen Stiftungen führen zu einem Mehrwert des Unternehmens, während sich ein Nachholbedarf im Branchen- oder Konkurrenzvergleich oder eine Unterdeckung der Pensionsverpflichtungen im aktuellen Obligatorium wertvermindernd auswirken. Überdeckungen bieten für den Arbeitgeber bei der paritätischen Finanzierung der Beitragsleistungen eine spätere Aufwandentlastung, während Unterdeckungen in der Regel früher oder später »ausfinanziert« werden müssen. Zur Beseitigung einer Unterdeckung mit ausserordentlichen Beiträgen des Arbeitgebers sowie der Arbeitnehmer bestehen gesetzliche Vorschriften und Weisungen (BVG 65 a). Es liegt eine latente Verpflichtung für das Unternehmen vor, zur Defizitdeckung zusätzliche Arbeitgeberbeiträge zu leisten. Diese zu erwartenden Sanierungsbeiträge sind bei der Substanzwertbetrachtung voll zu passivieren.⁵⁶¹

560 Leysinger, M.: Unternehmensbewertung und Steuern für KMU, Zürich 2009, S. 116 ff., gibt Beispiele für verschiedene Geschäftszweige.

561 Helbling, C.: Fehlbeträge und Überschüsse aus Pensionskassenverpflichtungen in der Konzernrechnung und Unternehmensbewertung, in: Unternehmensbewertungs-, Rechnungslegungs- und Pensionskassen-Themen, Zürich 2010, S. 90.

Überdeckungen sind für den Arbeitgeber nicht beliebig verwendbar. Für die Verwendung empfiehlt Helbling, die Zustimmung der zuständigen Aufsichtsbehörden einzuholen.⁵⁶² Die Berücksichtigung von Über- und Unterdeckungen der Vorsorgeeinrichtung bei der Unternehmensbewertung richtet sich nicht nach den Rechnungslegungsnormen von IAS 19 oder Swiss GAAP FER 16.

22.8 Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Es ist unbestritten, dass nicht betriebsnotwendige Vermögen getrennt zu bewerten ist, weil diese Werte den Käufer im Normalfall nicht interessieren und eine Desinvestition ohne Beeinträchtigung der operativen Tätigkeit jederzeit möglich ist. Nicht betriebsnotwendig sind nicht nur betriebsfremde Aktiven wie Renditeliegenschaften, sondern auch betriebliche Vermögenswerte, welche die »Normalsubstanz« übersteigen, wie überhöhte Vorräte oder Überschussliquidität (»Kriegskasse«). Die mit dem nichtbetriebsnotwendigen Vermögen zusammenhängenden Verbindlichkeiten wie Hypotheken auf Renditeliegenschaften sind auch in dieser Position zu berücksichtigen.

Nicht betriebsnotwendige Vermögensteile sind vor allem in ertragskräftigen KMU vorhanden, weil die Eigentümer aus steuerlichen Überlegungen im Allgemeinen nur niedrige Gewinnausschüttungen vornehmen und die zurückbehaltenen Gewinne in nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte investiert werden.

22.9 Steuerrechtliche Überlegungen

Für die Erhebung der Vermögenssteuer sind für alle Beteiligungspapiere (Aktien, PS, Genussscheine), die an keiner Börse gehandelt werden, auf Ende einer Steuerperiode Regeln für die Bewertung festzulegen. Massgebend ist der Verkehrswert (StHG 14), der gemäss »Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer«⁵⁶³ dem inneren Wert (Randziffer RZ 2.4) entspricht. Dieser wird nach der Praktikermethode auf der Grundlage des gewichteten Ertragswertes ermittelt, der nach RZ 8 und 9 dem kapitalisierten, bereinigten, durchschnittlichen Jahresgewinn der letzten zwei oder drei Geschäftsjahre und dem Substanzwert zu Fortführungswerten entspricht. Der Kapitalisierungssatz setzt sich aus dem Zinssatz für risikofreie Anlagen und einer Risikoprämie von 7 % (RZ 10) zusammen. Der Steuerwert eines Titels wird als **quotaler Wert** bezeichnet und ergibt sich aus dem Unternehmenswert dividiert durch die Anzahl Titel. Bei Partizipationsscheinen wird ein Abzug von 10 % auf dem quotalen Wert vorgenommen. Für den beschränkten Einfluss von Minderheitsaktionären und die ein-

562 Helbling, C.: Pensionskasse und Unternehmenswert, 2010, S. 102.

563 Kreisschreiben Nr. 28 der Schweizerischen Steuerkonferenz vom 25.8.2008.

geschränkte Übertragungsmöglichkeit (Vinkulierung, Aktionärsbindungsverträge) kann ein Pauschalabzug von 30 % geltend gemacht werden. Dieser entfällt, wenn auf den Aktien eine angemessene Dividende ausgeschüttet worden ist (RZ 63).

Für die Beurteilung eines Unternehmenswert aus steuerrechtlicher Sicht wird in der Regel die Bewertung nach den Vorgaben des KS 28 vollzogen. Auch sind die übrigen Unternehmensbewertungsmethoden für die steuerrechtliche Prüfung ungeeignet. Weil die DCF-Methode auf zukünftige Ergebnisse ausgerichtet ist und auf weitgehend subjektiven und deshalb nur schwer überprüfbareren Einschätzungen basiert, erweist sich dieses Bewertungsverfahren als für Steuerzwecke unbrauchbar.⁵⁶⁴

22.10 Unternehmensbewertung und Purchase Price Allocation

Der Erwerb von Unternehmen erfolgt in der Regel als Share Deal, wobei der Kaufpreis für die Aktien im Einzelabschluss bei der übernehmenden Gesellschaft – bis auf wenige Ausnahmen die Dachgesellschaft eines Konzerns (Holding) – unter Beteiligungen verbucht wird. Für den Konzernabschluss ist unter IFRS und Swiss GAAP FER eine Kaufpreisallokation (*Purchase Price Allocation, PPA*) vorzunehmen, indem der Kaufpreis in die erworbenen Vermögenswerte und Schulden aufzuteilen ist und diese nach dem Fair Value zu bewerten sind. Vom Restbetrag sind die identifizierbaren immateriellen Werte auszuscheiden, zu bewerten und in den kommenden Rechnungsperioden planmässig abzuschreiben. Jener Teil des Kaufpreises, der sich nicht zuordnen lässt, wird als Goodwill erfasst. Der Goodwill ist bei jedem Rechnungsabschluss mittels Impairment-Tests auf seine Werthaltigkeit zu prüfen (IAS 36/96). Nach Swiss GAAP FER wird der Goodwill zwischen fünf bis zwanzig Jahren abgeschrieben. In der Praxis ist die Bewertung der erworbenen immateriellen Werte aufwendig, weil dafür eine Vielzahl von Annahmen getroffen werden müssen und verschiedene Verfahren zur Verfügung stehen.⁵⁶⁵

Beispiel Purchase Price Allocation Nestlé SA im Jahr 2022

Im Jahr 2022 fand eine bedeutende Akquisition statt: – Orgain, Nordamerika – gesundheitsunterstützende Produkte (Nutrition-Produkte und Health Science) –

564 VRK SG (1/2-2012/54) vom 26.8.2013 ebenso StRK ZH (1 ST 2015.43) vom 29.5.2015, in: Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer, 2023, S. 4.

565 Die verschiedenen Phasen bei der Durchführung einer PPA werden ausführlich dargestellt von Kunowski, St.: Bewertung von Unternehmenserwerben für Zwecke der Rechnungslegung nach IFRS 3, in: Peemöller, V.: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, Herne 2009, S. 616 ff. Bucher, M./Schmidli, M./Schilling, M.: Praxiserfahrung mit IFRS 3 Business Combination, in: ST 9/2006, S. 597 ff.

51 %, April. Die wesentlichen Vermögenswerte und Schulden sind (alle Werte in Mio. CHF):

Vorräte	172
Übrige Vermögenswerte	36
Sachanlagen	3
Immaterielle Vermögenswerte	623
Finanzverbindlichkeiten	-3
Andere Verbindlichkeiten	-63
Latente Steuerverbindlichkeiten	-40
Fair Value Nettoaktiven	728
Kaufwert der Anteile an Orgain	896
Wert Minderheitsanteile	193
Bruttowert	1089
Fair Value Nettoaktiven	-728
Goodwill	361

Am 1. April 2022 erwarb die Gruppe eine Mehrheitsbeteiligung an Orgain, einem führenden Unternehmen für pflanzliche Ernährung. Firmengründer Dr. Andrew Abraham und Butterfly Equity bleiben als Minderheitsaktionäre an Orgain beteiligt. Die Vereinbarung beinhaltet Optionen, die Dr. Abraham und Butterfly Equity das Recht geben, ihre Aktien zu verkaufen, und eine Option für Nestlé Health Science, deren Aktien zu kaufen, beides basierend auf den Ergebnissen des Zwölf-Monats-Zeitraums bis Juni 2024. Orgain ergänzt das bestehende Portfolio von Nestlé Health Science an gesundheitsfördernden Ernährungsprodukten. Der Goodwill aus dieser Akquisition umfasst u. a. Synergien mit der bestehenden Organisation von Nestlé Health Science, die geografische Expansion und die Erschliessung neuer Vertriebskanäle für pflanzliche Ernährung. Er dürfte steuerlich abzugsfähig sein. Der Umsatz von Orgain, der in der Konzernrechnung 2022 enthalten ist, beläuft sich auf CHF 372 Mio. Der gesamte Umsatz der Gruppe für das Jahr hätte sich auf CHF 94 543 Mio. belaufen, wenn die Akquisition per 1. Januar 2022 vollzogen worden wäre. Der Beitrag von Orgain zum Gewinn der Gruppe ist unbedeutend.⁵⁶⁶

⁵⁶⁶ Quelle: Geschäftsbericht Nestlé SA 2022.

22.11 Sensitivitätsanalyse

Die **Sensitivitätsanalyse** zeigt auf, wie sich Veränderungen von Werttreibern in der Form von Inputfaktoren wie EBIT, Steuersatz, WACC, Wachstumsraten und andere Inputfaktoren auf den Unternehmenswert auswirken.

Die Sensitivitätsanalysen zeigen somit die Abhängigkeit des Unternehmenswertes von zentralen Grössen. Zu den wesentlichen Werttreibern bzw. Inputfaktoren zählen die Kapitalkosten, der Restwert, die Wachstumsrate, die Margen, die Cashflows und die Rentabilität. Bei der Variation ist auf Konsistenz und die getroffenen Annahmen zu achten.⁵⁶⁷

Da die Zukunft ungewiss ist und Annahmen jeweils oft zu Abweichungen zu den effektiven Werten aufweisen, hilft die Sensitivitätsanalyse die Problematik der Unsicherheit von künftigen Annahmen sicht- und erklärbar zu machen.⁵⁶⁸

Neben der Sensitivitätsanalyse kann auch die Anwendung von Real Optionen oder Asset Optionen helfen, mögliche Handlungsfelder in der Bewertung erkennbar zu machen.⁵⁶⁹ Gerade bei der DCF-Methode, welcher die Kapitalwertmethode zugrunde liegt, ist das unsichere Umfeld kaum abbildbar ohne die Anwendung von weiteren Methoden Anpassungen. Hilfreich kann hierbei auch sein, dass in Szenarien (mit verschiedenen Annahmen) unterschiedliche Unternehmenswerte errechnet werden.

Beispiel Sensitivitätsanalyse Fairness Opinion: Z-AG

Für die Plausibilisierung des DCF-Wertes hat der Gutachter Sensitivitätsrechnungen mittels Variation der Parameter Kapitalkosten, nachhaltige EBITDA-Marge sowie nachhaltige Wachstumsrate im Endwert durchgeführt. Im Folgenden sind die wichtigsten Erkenntnisse illustriert.

Veränderung des Kapitalkosteneinsatzes

0.50 %	0.25 %	0.00 %	-0.25 %	-0.50 %
--------	--------	--------	---------	---------

Auswirkung auf Wert pro Namenaktie

-11.56 %	-5.98 %	0.00 %	6.42 %	13.33 %
----------	---------	--------	--------	---------

567 Fachmitteilung der ExpertSuisse »Fachmitteilung Unternehmensbewertung«, Zürich 2022, S. 16.

568 Lütolf, P./Rupp, M./Birrner, T.: Handbuch Finanzmanagement, NZZ Libro, 2018, S. 226.

569 Bank, M./Gerke, W.: Finanzierung, Stuttgart 2016, S. 249.

Veränderung der EBITDA-Marge	-0.50 %	-0.25 %	0.00 %	0.25 %	0.50 %
Auswirkung auf Wert pro Namenaktie	-13.39 %	-6.70 %	0.00 %	6.70 %	13.39 %
Veränderung der nachhaltigen Wachstumsrate	-0.50 %	-0.25 %	0.00 %	0.25 %	0.50 %
Auswirkung auf Wert pro Namenaktie	-6.07 %	-4.17 %	0.00 %	4.47 %	9.28 %
<p>Basierend auf der DCF-Bewertung sowie den durchgeführten verschiedenen Sensitivitätsanalysen ergibt sich für den Eigenkapitalwert der Z-AG (exkl. Minderheiten) eine Wertbandbreite von CHF 215 Mio. bis CHF 246 Mio. Bei einer Anzahl von insgesamt 2 590 741 ausstehenden Namenaktien der Z-AG entspricht dies einem Wert von CHF 83 bis CHF 95 pro Namenaktie. Das öffentliche Kaufangebot erfolgte zu CHF 86 je Aktie.⁵⁷⁰</p>					

22.12 Bewertung von nicht rentablen Unternehmen

Unrentable Unternehmen zeichnen sich dadurch aus, dass sie nicht in der Lage sind, auf dem investierten Kapital im Mehrjahresvergleich eine »normale Rendite« zu erwirtschaften. Dabei ist als normale Rendite der risikofreie Zinssatz zuzüglich einem unternehmensspezifischen Risikozuschlag zu betrachten. Die Ursachen für die ungenügende Ertragskraft sind zu analysieren, weil diese das Vorgehen bei der Bewertung massgebend beeinflussen.

Wenn für den Erwerber zum Beispiel weder die Übernahme von Produktionskapazitäten als Alternativinvestition noch eine Marktanteilssteigerung in einem gesättigten Markt ein Kaufmotiv darstellen, ist der Liquidationswert Bewertungsgrundlage. Bei einer Fortführung dagegen liegt der Liquidationswert als Wertuntergrenze zu tief, weil er die weiterhin nutzbaren, immateriellen Werte wie Fähigkeiten des Personals und/oder die Vertriebsstruktur ausser Acht lässt. Allfällige Zuschüsse der bisherigen Eigentümer zum Verlustausgleich erleichtern bei Verlust bringenden Unternehmen die Fortführung in der Sanierungsphase.

⁵⁷⁰ Quelle: Fairness Opinion betreffend die finanzielle Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots für die sich im Publikum befindlichen Namenaktien der Z-AG.

22.13 Unternehmensbewertung von Konzernen

Die in einem Konzern zusammengefassten rechtlich jedoch selbständigen Unternehmen bilden eine wirtschaftliche Einheit. Bewertungsobjekt ist somit der Konzern als Ganzes, in besonderen Fällen auch ein Teilkonzern. Die Bewertungskonzeption hängt von der leistungsmässigen Verbundenheit der einzelnen Konzerngesellschaften ab. Bei einem hohen Integrationsgrad erfolgt die Bewertung aufgrund der Konzernabschlussdaten, wobei die Anteile der Minderheiten an Konzerngesellschaften vom Gesamtkonzernwert abzuziehen sind.

Ist der Integrationsgrad tief (z. B. bei stark diversifizierten Konzernen) werden die Tochtergesellschaften und die Muttergesellschaft einzeln nach den üblichen Methoden bewertet und der Wert des gesamten Konzerns durch Addition der Einzelwerte ermittelt.

In der Muttergesellschaft werden Equity-konsolidierte Beteiligungsgesellschaften (Beteiligung zwischen 20 % und 50 % der Stimmrechte) je nach ihrer Bedeutung für den Konzern mit ihrem anteiligen Eigenkapitalwert (Equitywert) erfasst oder wie nicht betriebsnotwendiges Vermögen betrachtet und entsprechend bewertet. In Konzernen, die aus verschiedenen Geschäftsfeldern mit unterschiedlichen Geschäftsmodellen und Wertschöpfungsketten bestehen, werden die Geschäftsfelder häufig separat bewertet und zu einem Gesamtunternehmenswert zusammengefügt. Dieses Vorgehen wird als **Sum-of-the-Parts-Bewertung (SOTP)** bezeichnet.

22.14 Methodenvergleiche und Grenzen der Aussagekraft

Der Unternehmenswert dient als Grundlage für die Preisfestsetzung. Auch der objektivierte Unternehmenswert als Arbitriumswert hängt entscheidend von der gewählten Methode, der Prognoseunsicherheit und der Subjektivität der Annahmen ab. Deshalb ergeben sich – selbst bei gleichen Annahmen – stark voneinander abweichende Werte. Einen »richtigen« Unternehmenswert gibt es nicht. Es ist deshalb bei grösseren Transaktionen zweckmässig, zur Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts mehrere Methoden anzuwenden und diese einem Plausibilitätstest sowie Sensitivitätsanalysen zu unterziehen. Auf diese Weise kommen auch die unterschiedlichen Gesichtspunkte und Wahrnehmungen der beteiligten Personen zum Ausdruck.

Der Kaufinteressent hatte nach der Praktikermethode ursprünglich eine Preisvorstellung von GBP 140 Mio., der Verkäufer erwartete GBP 200 Mio.⁵⁷¹

Die Anwendung von verschiedenen Methoden der Unternehmensbewertung zeigen verschiedene Bandbreiten auf. Der Substanzwert wird in der Regel den Tiefstwert darstellen. Das Unternehmenswertmaximum liefert in der Regel die

571 Quelle: Valuation Summary Project Duchess, in: Weber, B./Siegert, Th./Gomez, R., S. 100.

Dar. 53: Beispielhafte Ergebnisse verschiedener Bewertungsmethoden bei einem Detailhandelsunternehmen mit Filialkette

Bewertungs- methoden	Bewertungs- grundlagen	Wertebereich in Mio. GBP minimal	Wertebereich in Mio. GBP maximal
Buchwert	Konzernabschluss	33	33
Substanzwert	Reproduktionskostenwert	40	50
Discounted Cashflow	Projektion	172	278
Gewinnkapitalisierung	Schätzung Gewinn Folgejahr	100	185
Praktikermethode	Mittelwert, gewichtet mit doppeltem Ertragswert	80	140
Leverage Buy-out-Wert	maximale Marktfinanzierung	150	175
Vergleichbare Unternehmen	PER	145	232
	P/S	141	389
	EV/EBITDA	186	324
Vergleichbare Transaktionen	PER	181	188
	P/S	283	318

DCF-Methode. Dies dürfte neben dem theoretisch überzeugenden Grundkonzept mit auch eine Ursache für deren rasche Verbreitung in den letzten beiden Jahrzehnten sein. Von der Höhe des Transaktionsvolumens sind häufig die Kommissionserträge der beteiligten Beratungsfirmen abhängig. Die Aussagekraft von Unternehmensbewertungen ist grundsätzlich aus folgenden Gründen begrenzt:

- Ein falscher Optimismus verfälscht die Planungsrechnungen (Hockeystick-Projektionen).
- Die Stabilität der extrapolierten Übergewinne wird überschätzt.
- In der langfristigen Prognose werden der volkswirtschaftliche Wandel und die Geldentwertung vernachlässigt.
- Gewinne und Verluste aus Synergien werden falsch (insbesondere Gewinne zu optimistisch) geschätzt.
- Dyssynergien werden ausgeblendet (z. B. Kundenverlust bei Eigentümerwechsel, Abgang von Leistungsträgern).
- Die mit der Intergration des erworbenen Unternehmens verbundenen Aufwendungen sowie der Zeitbedarf für die Integration werden unterschätzt.

- In der Cashflow-Planung können selbst notwendige Investitionen nicht vollständig vorausgesehen werden.
- Die Folgen von Managementwechseln werden falsch eingeschätzt.
- Gewährleistungsansprüche werden ungenügend bewertet oder nicht hinreichend im Kaufvertrag (Sale and Purchase Agreement, SPA) berücksichtigt.

Bei der DCF-Methode sind zudem folgende, mitunter problematische Aspekte nicht zu übersehen:

- die Annahme der unbegrenzten Lebensdauer des Unternehmens.
- der markante Einfluss des Residualwertes.
- der Ermessensspielraum bei der Festlegung des Kapitalisierungssatzes (WACC).
- die Schwierigkeit bei der Überprüfung der geheimen, d. h. nicht offen gelegten Businesspläne und der darauf abgestützten Free Cashflows, was vor allem bei Fairness Opinions ins Gewicht fällt.
- die Nichtberücksichtigung der für die Beurteilung der Qualität des Managements entscheidenden tatsächlich erzielten Gewinne der vergangenen drei Geschäftsjahre.

Böckli stellt sehr zutreffend fest, dass die DCF-Methode z. B. bei KMU zur Festlegung des wirklichen Werts (OR 685 b V) »mit ihrem sehr speziellen Ansatzpunkt und ihrer herzhaften Zukunftsprognose nach dem heutigen Stand der Dinge nicht eine hinreichend sichere Grundlage für die Ermittlung des wirklichen Werts von Einzelstücken oder Minderheitspakete durch den Richter bietet«. ⁵⁷²

Im Weiteren ist auch zu verstehen, dass für KMU-Finanzpläne für notwendige fünf Jahre nicht bestehen und im Falle der Existenz gar »handgestrickt« sind. ⁵⁷³

Der Gütegrad einer Unternehmenswertberechnung bemisst sich nach der Qualität der Informationen und der zukunftsbezogenen Annahmen. Das Resultat der Bewertungsmethode kann nie besser sein als die Qualität der einzelnen in die Berechnungen einbezogenen Faktoren. ⁵⁷⁴

22.15 Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht

Zu einer rechtlich relevanten Unternehmensbewertung führt im Gesellschaftsrecht der Abfindungsanspruch ausscheidender oder abgelehnter Gesellschafter. In der *einfachen Gesellschaft* ist nicht ausdrücklich ein Abfindungsanspruch vorgesehen. Mangels anderer Vereinbarungen steht den Gesellschaftern nach OR 548 II bei der Liquidation ein Anspruch zu. Dieser sowie das Vorgehen für die Festsetzung sollten deshalb im Gesellschaftsvertrag festgelegt werden.

572 Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht, Zürich 2010, S. 721.

573 Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht, Zürich 2022, S. 534.

574 Helbling, C.: Unternehmensbewertung und Steuern, Düsseldorf 1998, S. 144.

Bei der *Kollektiv- und der Kommanditgesellschaft* entsteht der Abfindungsanspruch (OR 580) entweder durch Kündigung durch den Gesellschafter oder durch dessen Ausschluss aus wichtigem Grund. Dieser muss von Gesetzes wegen »in Berücksichtigung der Vermögenslage« festgesetzt werden. Dies bedeutet nach herrschender Lehre nicht, dass zwingend auf den Substanzwert abzustellen ist. Massgebend ist vielmehr ein fachgerecht ermittelter Unternehmenswert.

Es ist ein Wesensmerkmal der *Aktiengesellschaft*, dass Aktionäre grundsätzlich (mit Ausnahme der seltenen Kaduzierung und beim Squeeze-out) nicht zum Ausscheiden gezwungen werden können. Eine Sonderregelung besteht gemäss Fusionsgesetz (Cashout Merger, d. h. Fusion mit zwingender Barabfindung nach FusG 8 II). Wenn einem Erwerber bei nicht börsenkotierten Namenaktien die Eintragung im Aktienbuch verweigert wird, ist der »wirkliche Wert« der Gesellschaft von Bedeutung. Zum Begriff des wirklichen Wertes besteht eine Gerichtspraxis (BGE 120 II 259). Der wirkliche Wert entspricht in der Regel dem anteiligen Verkehrswert.⁵⁷⁵

22.16 Unternehmensbewertung und Kaufvertrag

Im Zentrum von vertragsrechtlichen Auseinandersetzungen, die einen rechtlichen Entscheid zur Unternehmensbewertung erfordern, steht die richtige Erfüllung eines **Unternehmenskaufvertrags (Sale and Purchase Agreement, SPA)**. Konkret handelt es sich in der Regel um die Berechnung eines allfälligen Minderwertes wegen einem nachträglich festgestellten Mangel am Unternehmen und einer damit verbundenen Kaufpreisanpassung.⁵⁷⁶

Beim Aktienerwerb (Share Deal) wie beim Kauf von Aktiven und Passiven (Asset Deal) sind vertraglich genau festgelegte Gewährleistungen des Verkäufers äusserst wichtig, z. B. für die Vollständigkeit der Erfassung aller Verbindlichkeiten oder für das unbeschränkte Eigentum an den Aktiven.⁵⁷⁷ Beim Kauf von Aktien einer KMU wird dem Verkäufer häufig das Verbot auferlegt, während einer bestimmten Anzahl Jahre auf dem Gebiet des veräusserten Unternehmens wieder tätig zu werden oder eine entsprechende Beteiligung zu erwerben (sogenanntes Konkurrenzverbot). Hin und wieder werden solche Gewährleistungen ausserhalb des Kaufvertrages in einem separaten Dokument festgehalten (**Side Letter**). Zur Absicherung der Garantien und Zusagen im Kaufvertrag wird vielfach vereinbart, dass ein Teil des Kaufpreises auf einem durch einen Treuhänder (*Escrow Agent*) zu verwaltenden Sperrkonto während einer bestimmten Zeit zu hinterlegen ist (**Escrow Agreement**).

575 Böckli, P.: Schweizer Aktienrecht, Zürich 2010, S. 421.

576 Watter, R./Wieser, Ch.: Gedanken zur Minderwert- und Schadensberechnung bei Unternehmenskaufverträgen, in: Festgabe Tschäni, Zürich 2010, S. 149 ff.

577 Schenker, U.: Garantien in Unternehmenskaufverträgen, in: Festgabe Tschäni, Zürich 2010, S. 65.

Bei grösseren Unternehmenskäufen, die unter dem Vorbehalt der Zustimmung von Wettbewerbsbehörden abgeschlossen werden, verstreicht erfahrungsgemäss zwischen **Signing** (Vereinbarung der Transaktion) und **Closing** (Vollzug der Transaktion nach Zustimmung der Behörde) oft eine längere Zeitperiode.

Während dieser Periode kann sich der Unternehmenswert, welcher die Grundlage der Transaktion bildet, verändern. Um die Auswirkungen möglicher Vertragsänderungen abzufedern, kann im Kaufvertrag nur ein vorläufiger Preis vereinbart und für die endgültige Preisfestlegung ein **Preisanpassungsmechanismus** bestimmt werden. Dieser wird im Kaufvertrag eingehend geregelt, wobei zwischen gewinnorientierten und bilanzorientierten Anpassungsklauseln⁵⁷⁸ zu unterscheiden ist. Bilanzorientierte Klauseln stellen auf einen Stichtag ab, in der Regel das Closing und sehen Preisanpassungen aufgrund der Veränderungen des Eigenkapitals, der Nettoverschuldung oder des Nettoumlaufvermögens vor. Gewinnorientierte Anpassungsklauseln sind Garantien gegenüber dem Verfehlen von Umsatz- und Ergebnisplanungsrechnungen (*Earn-out-Verfahren*).⁵⁷⁹ Verbreitet ist die Vereinbarung eines festen und eines variablen Bestandteils des Kaufpreises.

Beispiel Fester und variabler Kaufpreis SCH Holding AG

Kaufpreis gemäss Vertrag mindestens CHF 1.500 Mio., höchstens CHF 1.868 Mio., d. h. variabler Kaufpreis TCHF 368 entsprechend den folgenden Vorgaben für die Geschäftsjahre 2003 bis 2007. Free Cashflow pro Jahr abzüglich Amortisation Goodwill-Anteil von TCHF 50 ergeben den Free-Cashflow-Überschuss, des prozentual (von 90 % im Jahre 2003 bis auf 50 % im Jahre 2007) auf den Kaufpreis als Kaufpreisbesserung umzulegen ist. Gewichtete Unterdeckungen einzelner Jahre werden mit gewichteten Überschüssen anderer Jahre kompensiert.⁵⁸⁰

Wird der Kaufpreis nicht bar, sondern ganz oder teilweise in Aktien der erwerbenden Gesellschaft beglichen, hat der Erwerber eine Gewährleistung für den Wert der Aktien zu übernehmen.

578 Siegrist, L./Kremer, L.: Kaufpreisanpassungen bei Unternehmensakquisitionen, in: Festgabe Tschäni, Zürich 2010, S. 107 ff. Frey, H./Müller, D.: Preisanpassungsstreitigkeiten bei Unternehmenskäufen, in: Festgabe Tschäni, Zürich 2010, S. 191 ff.

579 Beim Earn-Out Verfahren ist ein Teil des Kaufpreises fix bei Vertragsabschluss und die weiteren Bestandteile variable in Abhängigkeit von künftigen Gewinnen und Cashflows zu bezahlen. Siehe das Beispiel bei Helbling, C.: Unternehmensbewertungs-, Rechnungslegungs- und Pensionskassen-Themen, Zürich 2010, S. 29.

580 Quelle: Sachübernahmevertrag anlässlich Gründung, Handelsregistereintrag Bern vom 30.7.2003.

22.17 Unternehmensbewertung und Arbeitsrecht

Eine präzise Regelung der Unternehmensbewertung ist auch unerlässlich, wenn der **Arbeitsvertrag** die Teilnahme an einem Mitarbeiterbeteiligungsprogramm in einer nicht börsenkotierten Aktiengesellschaft vorsieht und zwar vor allem im Hinblick auf die Festlegung des Aktienpreises zum Zeitpunkt der Bezugsberechtigung und bei der Rücknahme der Aktien.⁵⁸¹

Bei Nachfolgeregelungen ist darauf zu achten, dass bei einer geplanten Weiterarbeit des Verkäufers des Unternehmens ein Teil des Verkaufspreises als Lohn umqualifiziert werden kann, sofern kein marktüblicher Lohn für die Weiterarbeit erstattet wird.

22.18 Unternehmensbewertung und Ehe- bzw. Erbschaftsrecht

Eine Unternehmensbewertung ist erforderlich, wenn sich ein Unternehmen in der Errungenschaft eines Ehegatten (ZGB 197) oder im Gesamtgut des Ehegatten (ZGB 222) befindet und der Ehevertrag gemäss ZGB 182 ff. aufgelöst wird. Regeln zur Bewertung können auch im Rahmen eines Erbvertrags festgehalten werden, wenn ein Unternehmen Gegenstand des Nachlasses ist.

22.19 Praxisbeispiele der Unternehmensbewertung

22.19.1 Praxisbeispiel eines privat gehaltenen Unternehmens

Mit Hilfe eines privat gehaltenen Unternehmens wird ein Praxisbeispiel der Unternehmensbewertung und die Anwendung der vorgestellten Methoden dargelegt. Als Beispiel wird die Lüthi Electronic AG verwendet.

R. Lüthi, Alleinaktionär, wünscht im Hinblick auf eine Nachfolgeregelung von seiner Hausbank eine Unternehmensbewertung in konzentrierter Form. Die Gesellschaft verfügt über keine detaillierten Planungsrechnungen, sondern nur über ein Budget für das nächste Geschäftsjahr. Die Bereitstellung der Basisinformationen für das DCF-Verfahren ist zu aufwendig. Deshalb wird für die Lüthi Electronic AG

581 Musterbeispiel für eine entsprechende Auseinandersetzung ist das Mitarbeiterbeteiligungsprogramm der KPT-Krankenversicherung im Sommer 2010. Verwaltungsräte, Führungskräfte und Mitarbeiter waren an der KPT-Versicherungen-AG beteiligt. Der Ausgabepreis der Aktien betrug ursprünglich CHF 28, später CHF 40. Im Zusammenhang mit einem Fusionsvorhaben sollten die Aktien, gestützt auf ein Bewertungsgutachten, von der Mitarbeiterstiftung zu CHF 600 zurückgekauft werden. Umstritten war in der Öffentlichkeit der damit verbundene massive Gewinn für die Beteiligten. Gemäss einer Weisung der FINMA als Aufsichtsbehörde über den Geschäftsbereich KPT-Versicherungen-AG (Zusatzversicherungen) durfte der Rückkauf nicht wie vorgesehen durchgeführt werden. Auf die geplante Fusion mit der Sanitas wird verzichtet. Quelle: Zahlreiche Pressemitteilungen ab Juni 2010, insbesondere Der Bund vom 24.11.2010, 16.12.2010 und 12.1.1012.

(Umsatz CHF 5.2 Mio.) das bei KMU immer noch verbreitete Mittelwertverfahren angewendet. Die Lüthi Electronic AG legt ihre Jahresrechnung nach OR ab. Die Abschlüsse der letzten drei Geschäftsjahre zur Berechnung des Substanzwertes und der betriebswirtschaftlich korrekten Reingewinne sind zu bereinigen. Die umfangreichen Berechnungen werden im Einzelnen nicht dargestellt. Die Lüthi Electronic AG hat 20_3 die Fabrikliegenschaft um- und ausgebaut und nach Abschluss der Arbeiten im Frühjahr 20_4 ein Verkehrswertgutachten ausarbeiten lassen. Dieses wurde einschliesslich der damit verbundenen Umwandlung des Baukredits in Hypotheken nachträglich in der Bilanz vom 31. 12. 20_3 berücksichtigt.

In einem ersten Schritt wird der Substanzwert ermittelt:

Bilanz 31. 12. 20_3 (in TCHF)	Buchwert (OR)	Korrekturen	Statuswert
Flüssige Mittel	226		226
Forderungen L&L	880		880
Rechnungsabgrenzung	2		2
Warenlager	64	+34	98
Angefangene Arbeiten	38	+120	158
Fahrzeuge	36		36
Anlagen und Einrichtungen	1 142	+370	1 512
Liegenschaften	4 224	2 178	6 402
TOTAL AKTIVEN	6 612	2 702	9 314
Banken	100		100
Verbindlichkeiten L + L/Sonstige	805		805
Rechnungsabgrenzung	13		13
Finanzverbindlichkeiten	660		660
Hypotheken	4 200		4 200
Delkredererückstellungen	42	-42	0
Latente Steuern	0	+362	362
Aktienkapital	100		100
Reserven	692		692
Stille Reserven	0	+2 382	2 382
TOTAL PASSIVEN	6 612	2 702	9 314

Korrekturbuchungen

- Privilegierte Warenreserve.
- Korrektur der Unterbewertung nach True-and-Fair-View-Normen.
- Gemäss besonderem Bewertungsgutachten.

- d) Neutrale Verkehrswertschätzung nach Abschluss der Um- und Neubauten im Hinblick auf die Hypothekenbelastung.
- e) Die Bezeichnung Rückstellung ist nicht richtig. Es handelt sich um eine betrieblich
- f) nicht notwendige Wertberichtigung. Es werden keine Debitorenverluste erwartet.
- g) Die latenten Steuern sind mit einem Steuersatz von 15 % ($2\,382 \times 15\% = 362$) eher tief angesetzt.

Der Nettosubstanzwert (Equity-Wert) beträgt TCHF 3 174 oder CHF 15 870 je Aktie bei 200 ausgegebenen Namenaktien zu nominal CHF 500.

In einem zweiten Schritt wird der Ertragswert errechnet: In den drei vergangenen Geschäftsjahren wurden folgende bereinigten Reingewinne (in TCHF) erzielt: Jahr 20_1: 418, Jahr 20_2: 330, Jahr 20_3: 468. Für die Geschäftsjahre 20_4 ff. wird in einer optimistischen Variante (Maximalvariante) trotz Mehraufwendungen im Zusammenhang mit den Neubauten und dem zu erwartenden Druck auf die Margen mit einem nachhaltigen Gewinn von CHF 400 gerechnet, in einer pessimistischen Variante (Minimalvariante) unter Annahme eines verschärften Wettbewerbs, steigender Zinssätze und weiterer Währungseinbussen mit CHF 260. Der **Kapitalisierungszinssatz (Equityansatz)** setzt sich wie folgt zusammen:

Basiszins	3 %
Immobilisierungszuschlag	1.5 %
Geschäfts- und Leveragerisiko	2.5 %
Kapitalisierungszinssatz	7.0 %

Die Berechnung des Unternehmenswertes nach der Mittelwertmethode (mit doppelt gewichtetem Ertragswert) ergibt dann das Folgende:

	Maximalvariante	Minimalvariante
Ertragswert	5 714 (400/7 %)	3 714 (260/7 %)
Substanzwert	3 174	3 174
Unternehmenswert (Ertragswerts 2x, Substanzwert 1x)	4 867	3 534
Wert je Aktie	24 335	17 670

Weil die Lüthi Electronic AG auf dem eingesetzten Eigenkapital (TCHF 3 174) auf der Basis des Reingewinns 20_3 von TCHF 468 eine Rendite von 14.7 % ($468/3\,174 \times 100$) erarbeitet hat, welche die erwartete Eigenkapitalrendite von 7.0 % deutlich übersteigt, ergibt sich ein hoher Ertragswert und damit ein beträchtlicher Mehrwert (*Goodwill*). Würde die Lüthi Electronic AG von einer Gesellschaft erworben, welche nach IFRS-Rechnung ablegt, müsste die Differenz zwischen dem bezahlten Kaufpreis und dem Nettosubstanzwert von TCHF 3 174 nach identifizierbarem immateriellem Wert analysiert und aufgeschlüsselt werden (► Kap. 22.10).

In einem letzten Schritt wird der Übergewinn (Übergewinnmethode) errechnet:

Annahme: Normalgewinn von 7 % x 3 174	TCHF 220
Geschätzter »ewiger« Reingewinn	TCHF 260
Übergewinn	TCHF 40
Kapitalisiert mit 10 %	TCHF 400
Substanzwert	TCHF 3 174
Kapitalisierter »ewiger« Übergewinn	TCHF 400
Unternehmenswert	TCHF 3 574

Der auf den Barwert für 5 Jahre diskontierte Übergewinn von TCHF 400 beträgt: $3.7908 \times 400 = \text{TCHF } 152$ (gerundet). Dementsprechend wird der Unternehmenswert wie folgt berechnet: Unternehmenswert von TCHF 3 174 + TCHF 152 = TCHF 3 326.

22.19.2 Praxisbeispiel eines kotierten Unternehmens

Die Bewertung von börsenkotierten Unternehmen ermöglicht, den Preis mit einem Marktpreis zu vergleichen. Daher wird nachfolgend ein Beispiel der Bewertung eines börsenkotierten Unternehmens dargelegt. Dies wird am Beispiel der Orior-Gruppe dargelegt.

Die Orior-Gruppe geht auf Bestrebungen des damaligen Tabakkonzerns Rinsoz & Ormond, R&O (Vevey) zurück, der zur Diversifikation ein Segment »Food« mit Schwergewicht Feinkost aufbauen wollte. Der Bereich Orior löste sich 1992 aus dem R&O-Verbund. Das Tabakgeschäft wurde von der französischen Tabakgruppe SEITA und später vom Schweizer Zigarrenfabrikanten Burger Söhne übernommen. Das Management übernahm 2006 unter Mitwirkung der Capvis General Partner Ltd., einer Private Equity Gesellschaft, die Orior Food SA Genf zum Preis von CHF 102 Mio. in einem Management Buy-out. Zu diesem Zweck wurde eine Holdinggesellschaft Orior AG Zürich neu gegründet. Die Geschäftstätigkeit erstreckt sich hauptsächlich auf zwei Bereiche: Fleischveredelung (Refinement) und Convenience Food (Frischteigwaren, Fertiggerichte, Pasteten usw.) mit einem attraktiven Markenportfolio: Rapelli (Salami und Rohschinken) und Spiess (Bündnerfleisch).

Zur Stärkung der Bilanzstruktur wurde im April 2010 eine weitere Kapitalerhöhung von CHF 17 Mio. auf CHF 23.7 Mio. durch Ausgabe von 1 675 000 Aktien durchgeführt und ein Going Public abgewickelt. Die wichtigsten Kennzahlen der Orior Gruppe aus der Erfolgsrechnung 2009 und 2010 (in TCHF):

	2009	2010 (prognostiziert)
Nettoumsatz	500.7	512.0
EBITDA	54.2	

	2009	2010 (prognostiziert)
EBIT	40.4	
Reingewinn	24.0	27.1

Im Rahmen eines IPO wurden im April 2010 3 425 000 Aktien platziert, wovon 1 675 000 Aktien durch die Gesellschaft aus der Kapitalerhöhung und 1 750 000 durch den Hauptaktionär Capvis angeboten wurden. Bei einer Preisbandbreite von CHF 42 bis 52 im Bookbuilding-Verfahren wurde der Platzierungspreis auf CHF 48 festgelegt. Am ersten Handelstag im Main Standard der SIX notierte die Aktie mit CHF 50.25 leicht über dem Platzierungspreis. In der Folge bröckelte der Kurs bis Ende September 2010 bei rückläufigen Umsätzen der inländischen Aktien und einer flauen Börsenströmung auf CHF 46.25 ab. Nach der Platzierung auf dem Markt ist es Aufgabe der Finanzanalysten, den festgesetzten Platzierungspreis und die aktuellen Kurse zu beurteilen. Diese Beurteilung ist identisch mit einer Unternehmensbewertung zum Zeitpunkt des IPO im April 2010.

Unternehmensbewertung (Equity) zum Platzierungspreis

5 925 000 Aktien zu CHF 48

CHF 284.4 Mio.

Enterprise Value zum Platzierungspreis in Mio. CHF

Marktwert Eigenkapital	284.4	
+verzinsliches Fremdkapital	117.8	
liquide Mittel	-31.6	370.6 (CHF 62.55 je Aktie)

Unternehmensbewertung zum Börsenkurs per 22.4.2010 in Mio. CHF

925 000 ausstehende Aktien zu CHF 50.25 297.7

Buchwert des Eigenkapitals 22.4.2010 nach IFRS:

153.9 Mio. CHF (CHF 25.97 je Aktie)

Die Bewertung nach der DCF-Methode ergibt folgenden Werttreibern (Inputfaktoren):

Inputfaktoren für die DCF-Berechnung	1. Phase (2010–2014)	2. Phase (2015–2025)
Umsatzwachstum (jährlich)	2.8 %	1.4 %
Durchschnittliche EBITA-Marge	8.6 %	7.0 %
WACC von 9 %		

In den publizierten Finanzanalysen der Investmentbanken oft nur summarisch dargestellt werden die Einzelheiten der DCF-Methode:

Sensitivitätsanalyse bei Veränderung des WACC

WACC	DCF-Wert je Aktie in CHF
7.5 %	66
8.0 %	63
9.5 %	55
10.0 %	53
10.5 %	51

Die Sensitivitätsanalysen können auch auf andere Input-Faktoren angewendet werden.

Unternehmenswert im Comparative Company Approach (Market Multiples)

Gesellschaften der Nahrungsmittelindustrie	PER*		PBR* E		V/EBITDA*	
	2010	2011	2010	2010	2011	
Aryzta (Backwaren)	11,2	10,7	1,5	7,3	7,2	
Barry Callebaut (Schokolade)	15,3	13,1	2,6	10,6	9,6	
Bell (Fleischverarbeiter)	11,2	9,8	1,0	4,3	4,1	
Emmi (Milchverarbeiter)	11,9	11,5	1,0	5,5	5,3	
Hügli (Suppen, Saucen, Fertiggerichte)	10,4	10,0	2,5	7,5	7,1	
Ø Schweizer Gesellschaften	12,0	11,0	1,8	7,5	6,7	
Ø Ausländische Gesellschaften	11,9	10,3	1,8	6,9	5,6	
Orior	9,9	9,7	1,6	6,7	6,4	

Die Zusammenstellung der Market Multiples zeigt, dass es schwierig ist, eine aussagekräftige Gruppe von Vergleichsunternehmen zusammenzustellen. Die fünf börsenkotierten schweizerischen Gesellschaften unterscheiden sich bezüglich Grösse (Mrd.-Umsätze), weltweiter Tätigkeit und Produktsortiment erheblich von der vorwiegend in der Fleischveredelung (Umsatzanteil 57 %) und im Inland tätigen Orior-Gruppe. Die P/E-Ratio und das EV/EBITDA liegen leicht tiefer als jene

der **Peer Group** (Gruppe vergleichbarer Unternehmen). Deshalb kamen Finanzanalysen von Banken im Sommer 2010 zum Schluss, die Orior-Aktie hätte ein Kurspotenzial.

Dividendendiscount-Methode

Die Orior hat eine Payout Ratio von mindestens 40 % in Aussicht gestellt, was für 2010 einer Dividende von CHF 2 entsprechen würde. Research-Studien erwarten unterschiedliche Dividendenbeträge, weshalb eine Diskontierung der zu erwartenden Dividenden nicht sinnvoll erscheint.

Mischmethode

Das Equity Research der Bank Vontobel hat den Fair Value der Orior-Aktie mit einer neuzeitlichen Mischmethode berechnet:

50 % des DCF-Value (nach eigenen Berechnungen)	CHF 27.50
Durchschnitt der PER für 2010/11 der Peer Group	CHF 25.50
Fair Value	CHF 53.00

Die Substanzwert- und die reine Ertragswertmethode werden bei börsenkotierten Gesellschaften nicht mehr angewendet.

Zusammenstellung der Unternehmenswerte je Aktie

Platzierungspreis je Aktie (Equity)	CHF 48.00
Börsenkurs per 22.4.2010	CHF 50.25
Buchwert Eigenkapital IFRS	CHF 25.97
DCF-Wert je Aktie	CHF 58.00
Mischmethode (Fair Value)	CHF 53.00

Die Werte zeigen auf, dass die Ergebnisse der verwendeten Bewertungsmethoden nahe dem Marktpreis von 50.25 CHF je Aktie sind und ein mögliches Potenzial von kotierten Aktientitel auf diese Weise eruiert werden kann.

22.19.3 Praxisbeispiel für die Herleitung des Unternehmenspreises im Rahmen eines IPO

Die Bewertung im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots wird am Beispiel der geplanten Übernahme durch die Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG dargelegt. Sie lässt hierzu durch PwC eine Fairness Opinion erstellen, um den Anforderungen nach FinfraG 125 ff. zu entsprechen.

Zur Ausgangslage des Fairness Opinion lässt sich folgendes zusammentragen:⁵⁸² Die Schweizer Kraftwerksbeteiligungs-AG (»SKBAG« oder »Anbieterin«) beabsichtigt am oder um den 9. Juli 2019 ein öffentliches Kaufangebot (»Angebot«) im Sinne von Art. 125 ff. des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Alpiq Holding AG mit einem Nennwert von je CHF 10.00 (je eine »Alpiq-Aktie«) zu unterbreiten. Die Alpiq-Aktien sind an der SIX Swiss Exchange (»SIX«) kotiert. Am 4. April 2019 schlossen Primeo Holding AG (ehemals EBM (Genossenschaft Elektra Birseck)), EOS Holding SA, EDF Alpes Investissements (EDFAI) Sàrl und EDF International SAS einen Aktienkaufvertrag ab, gemäss welchem EDFAI ihre Beteiligung von 25.04 % des Aktienkapitals und der Stimmrechte an Alpiq zu einem Preis von CHF 70.00 pro Alpiq-Aktie zu gleichen Teilen an Primeo Holding AG und EOS Holding SA verkaufte. Die Finanzierung dieser Transaktion erfolgte mittels durch die Anbieterin gewährte Pflichtwandelanleihen, welche zwingend bei Fälligkeit durch die Übergabe der durch Primeo Holding AG und EOS Holding SA erworbenen Alpiq-Aktien im Sinne einer Wandlung an die Anbieterin zurückgeführt werden sollen.

Für die Wertermittlung der Fairness Opinion wird die DCF-Methode und die Marktbewertung von vergleichbaren Unternehmen und Transaktionen eingesetzt. Zur DCF-Methode sind folgende Daten bekannt (► Dar. 54).⁵⁸³

Dar. 54: Werttreiber und Datenquellen

Werttreiber	Datenquelle
Risikoloser Zinssatz	Der risikolose Zinssatz entspricht der Rendite einer Schweizer Staatsanleihe in CHF mit einer Laufzeit von 15 Jahren. Auf dieser Basis wurde ein risikoloser Zinssatz zum Bewertungsstichtag in der Höhe von rund 0.1 % hergeleitet.
Marktrisikoprämie	Die Marktrisikoprämie für entwickelte Aktienmärkte von 5.8 % basiert auf PwC Berechnungen zur impliziten Marktrisikoprämie unter Berücksichtigung von Prämien, die von Damodaran und weiteren führenden Bewertungsfachleuten verwendet werden, sowie in Anlehnung an den Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (»FAUB«) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (»IdW«).
Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen	Die Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen reflektiert die erhöhten Risiko- und Renditeerwartungen, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmungen verbunden sind. Sie berechnet sich als die Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen Rendite tiefer kapitalisierter Unternehmen und der für diese Firma mittels CAPM geschätzten Rendite. Die in unserer

582 Fairness Opinion Alpiq Holding AG 2019 von PwC vom 9.7.2019, S. 6.

583 Fairness Opinion Alpiq Holding AG 2019 von PwC vom 9.7.2019, S. 19 ff.

Dar. 54: Werttreiber und Datenquellen – Fortsetzung

Werttreiber	Datenquelle
	Analyse angewandte Prämie von 1.4 % basiert auf einer jährlichen Studie von Duff & Phelps ⁵⁸⁴ sowie eigenen Analysen.
Beta	Das »unlevered« Beta wird anhand von vergleichbaren kotierten Unternehmen hergeleitet. Das abgeleitete »unlevered« Beta beträgt 0.6. Das »levered« Beta entspricht dem an die Zielkapitalstruktur der Alpiq angepassten »unlevered« Beta.
Länderrisikoprämie	Die Länderrisikoprämie reflektiert ein erhöhtes Risiko bei Investitionen in Ländern mit Ausfallsrisiko (Länderrating unter AAA). Basierend auf den internationalen Tätigkeiten von Alpiq haben wir eine gewichtete Länderrisikoprämie von 0.9 % ermittelt.
Finanzierungs- verhältnis	Die langfristige konstante Kapitalstruktur mit einem Fremdfinanzierungsgrad (netto) von 40.6 % wird gestützt auf die Analyse der analysierten Vergleichsunternehmen hergeleitet.
Fremdkapitalprämie	Die Fremdkapitalprämie entspricht dem Aufschlag auf den risikolosen Zinssatz, welcher für die Aufnahme von Fremdkapital bezahlt werden muss. Basierend auf der Analyse von vergleichbaren am Markt beobachteten Fremdkapitalrenditen haben wir eine Prämie von 2.0 % ermittelt.
Steuersatz	Basierend auf Gesprächen mit dem Management der Alpiq wurde der Berechnung des WACC ein langfristig zu erwartender effektiver Durchschnittssteuersatz von 21.0 % zugrunde gelegt.

Als WACC wird für den Konzern Kapitalkosten von 5.7 % ermittelt. Basierend auf der DCF-Bewertung sowie den durchgeführten Sensitivitätsanalysen ergibt sich damit für den Eigenkapitalwert der Alpiq eine Wertbandbreite von CHF 1 822 Mio. bis CHF 2 049 Mio. Bei insgesamt 27 874 649 ausstehenden Namenaktien per 31. Dezember 2018 resultiert basierend auf der DCF-Bewertung eine als fair zu bezeichnende Wertbandbreite von CHF 65 bis CHF 73 pro Namenaktie der Alpiq.⁵⁸⁵

Durch die Marktbewertungsmethode konnte kein plausibler Wert im Vergleich zur DCF-Methode erstellt werden.⁵⁸⁶ Der Schlusskurs der Aktie betrug am 4. April 2019 65.20 CHF je Aktie.

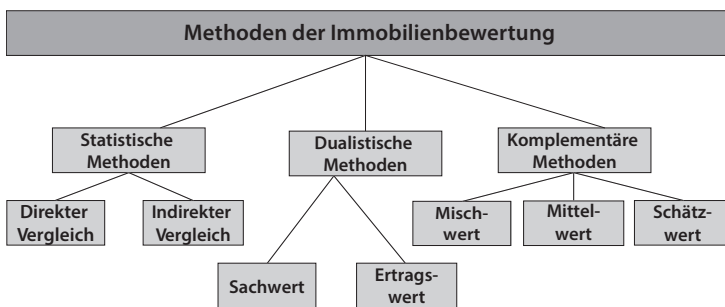
584 Grabowski, R. J./Harrington, J. P./Duff & Phelps: Valuation Handbook 2023, abrufbar unter: <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/article/industry-research/igcc-summary-edition-2022.pdf>.

585 Fairness Opinion Alpiq Holding AG 2019 von PwC vom 9.7.2019, S. 21.

586 Fairness Opinion Alpiq Holding AG 2019 von PwC vom 9.7.2019, S. 23.

23 Liegenschaftsbewertung

Neben der Unternehmensbewertung nimmt die Bewertung von Liegenschaft bzw. Immobilien eine besondere Bedeutung ein. In vielen Unternehmen bestehen hohe Bestände an Immobilien, Renditeliegenschaften oder Bauland bzw. Boden, welche selbst einen Marktwert haben, der für eine Bewertung gesondert betrachtet werden muss. Insbesondere für den Substanzwert sind Liegenschaft besonders zu beachten. Die Frage stellt sich daher, wie eine Immobilie bewertet werden kann. In der Praxis und Theorie haben sich verschiedene Methoden etabliert (► Dar. 55).



Dar. 55: Methoden der Liegenschaftsbewertung (Quelle: in Anlehnung an das Schweizerische Schätzerhandbuch, 2019, Schweizerische Vereinigung der kantonalen Grundstückbewertungsexperten, S. 85)

Bei den statistischen Methoden wird die Immobilienbewertung aufgrund von vorhandenen Immobilienbewertung vollzogen. Beim direkten Vergleich wird aufgrund Immobilienwerte von ähnlichen Immobilien verwendet, um den Wert einer Immobilie zu erhalten. In der Regel wird dies auf Basis von arithmetischen Mitteln von vergleichbaren Immobilien vollzogen.⁵⁸⁷ Bei der indirekten Methode werden wertbeeinflussenden Daten mit Hilfe einer Regressionsanalyse verwendet, um einen Immobilienwert zu erhalten.⁵⁸⁸

587 Schweizer Schätzerhandbuch, 2019, S. 100.

588 Schweizer Schätzerhandbuch, 2019, S. 100.

Beim Sachwert (auch Realwert genannt) setzt sich aus dem Zeitwert (Zustandswert) aller baulichen Anlagen auf dem Grundstück zusammen. Auch ein Landwert wird zu einem Sachwert addiert.⁵⁸⁹

Die Ertragswertmethode nimmt in der Immobilienbewertung eine besondere Bedeutung inne, da sie sich auf die Ertragseite einer Immobilie konzentriert. Klassischer Weise ist die Ertragskapitalisierung eine häufig verwendete Methode der Immobilienbewertung. Die dynamische Ertragswertmethode kann entweder die Barwertmethode oder die Discounted-Cashflow-Methode angewendet werden.⁵⁹⁰

Bei der klassischen Ertragsmethode wird im Weiteren zwischen der Brutto- und Nettoanwendung differenziert:⁵⁹¹

Bruttokapitalisierung Kapitalisierungssatz

Basiszins

- + Zuschläge zur Deckung der Bewirtschaftungskosten
- + Zuschlage für die Deckung von Rückstellungen
- = Kapitalisierungssatz Bruttomietwert

Formel für Bruttomietwert

$$EW = \frac{BMW \times 100}{r}$$

EW = Ertragswert

BMW = Bruttomietwert

R = Kapitalisierungssatz

Nettokapitalisierung Kapitalisierungssatz

Basiszins

= Kapitalisierungssatz Nettomietwert

589 Schweizer Schätzerhandbuch, 2019, S. 115.

590 Schweizer Schätzerhandbuch, 2019, S. 129.

591 Schweizer Schätzerhandbuch, 2019, S. 145.

Formel für Nettomietwert

$$EW = \frac{NMW \times 100}{r}$$

EW = Ertragswert

NMW = Nettomietwert (= Bruttomietwert – Bewirtschaftungskosten – Rückstellungen)

R = Basissatz

Bei der Mischmethode wird mit Hilfe des Ertrags- und Sachwerts mit unterschiedlichen Gewichtungsfaktoren ein durchschnittlicher Wert ermittelt.⁵⁹² Bei der Mittelwertmethode hingegen werden Ertrags- und Sachwert zusammengerechnet und durch zwei dividiert.⁵⁹³

592 Schweizer Schätzerhandbuch, 2019, S. 167.

593 Schweizer Schätzerhandbuch, 2019, S. 182.

24 Übungsaufgaben

Aufgabe 1: Fremdfinanzierung

Bestimmen Sie in den nachfolgenden Aufgaben die korrekte Antwort. Es ist jeweils nur eine Antwort korrekt.

- a) Die Huber AG liefert an die Müller GmbH Waren im Wert von 40 000 CHF. Die Rechnung ist in 30 d zahlbar und der Bilanzstichtag ist erst in 90 Tagen bei beiden Gesellschaften. Welche Art der Fremdfinanzierung liegt vor?
- A Fester Vorschuss
 - B Rechnungsabgrenzung
 - C Lieferantenkredit
- b) Die Gubler AG verfügt über eine Forderung gegenüber der Haller GmbH. Welche Stellung nimmt die Gubler AG gegenüber der Haller GmbH ein?
- A Gläubiger
 - B Schuldner
 - C Eigenkapitalgeber
- c) Die Pfeifer AG hat ein Bankdarlehen in der Höhe von 1 Mio. CHF aufgenommen und muss dieses innert 3 Jahren amortisieren. Wie ist die Fristigkeit zu qualifizieren?
- A Kurzfristig
 - B Mittelfristig
 - C Langfristig
- d) Die Pfeifer AG bestellt Waren und erhält die Rechnung vom Lieferanten. Was trifft zu?
- A Es liegt eine aktiv aufgenommene Verbindlichkeit vor.
 - B Es liegt eine passiv aufgenommene Verbindlichkeit vor.
 - C Es liegt ein Eigenkapital vor.

e) Die Müller AG nimmt eine Hypothek für den Neubau einer Industrieanlage auf. Wie ist die Sicherung zu qualifizieren?

- A gesichert
- B ungesichert
- C bereichert

f) Die Marquardt AG hat eine Wandelobligation ausgegeben. Wie wird dies bezeichnet?

- A Fremdkapital
- B Eigenkapital
- C Hybrides Kapital

g) Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sind günstiger als Bankkredite. Was trifft zu?

- A Die Aussage ist korrekt.
- B Die Aussage ist falsch.
- C Die Aussage ist teilweise korrekt.

h) Wie kann ein dem Kunden gewährter Skonto verbucht werden?

- A Als Warenaufwand
- B Als Betriebsaufwand
- C Als ausserordentlicher Aufwand

i) Für welchen Zweck wird ein Skonto gewährt?

- A Mangel an Produkten
- B für Kundentreue
- C für die Belohnung einer frühzeitigen Zahlung

j) Die Huber AG hat einen Bankkredit erhalten. Es wird vereinbart, dass die Bank jederzeit das Recht auf Kündigung besitzt. Wie wird dieser Covenant genannt?

- A material adverse change clause
- B pari-passus-clause
- C waiver

k) Die Huber AG hat einen Bankkredit erhalten. Es wird vereinbart, dass die Bank mit den übrigen Bankgläubiger gleichgestellt ist. Wie wird dieser Covenant genannt?

- A material adverse change clause
- B pari-passus-clause
- C waiver

l) Wozu dient ein Covenant?

- A Höhere Offenlegung gegenüber der Bank
- B Stärkeres Mitspracherecht bei Investitionsentscheidungen und Entlassungen
- C Einschränkung der Handlungsfreiheit des Unternehmens zugunsten der Bank

Aufgabe 2: Kurzfristige Fremdfinanzierung

Bestimmen Sie den Begriff der kurzfristigen Fremdfinanzierung, der zu den nachfolgenden Umschreibungen passt:

a) Die Bank bürgt für den Kreditnehmer gegenüber Dritten.

b) Die Bank gewährt einen Betrag für die kurzfristige Finanzierung.

c) Die Bank ermöglicht einem Unternehmen, einen Vermögenswert zu mieten anstelle diesen zu erwerben.

Aufgabe 3: Finanzierungspotenzial

Ein lokales Industrieunternehmen weist einen Umsatz von 10 Mio. CHF und einen EBIT von 2 Mio. CHF auf. Beide sollen jährlich um 3 % in den nächsten sieben Jahren wachsen. Die kalkulatorischen Steuern betragen 20 %. Es wird jährlich mit Abschreibungen von 1.5 Mio. CHF und betriebsnotwendigen Investitionen von 3.0 Mio. CHF gerechnet. Es liegen keine nicht betrieblichen Vermögenswerte vor, mit denen Erträge erwirtschaftet werden. Die verzinslichen Verbindlichkeiten betragen 1 Mio. CHF. Die flüssigen Mittel belaufen sich auf 0.5 Mio. CHF und sind betriebsnotwendig. Jährlich soll eine Dividende von 0.1 Mio. CHF ausgeschüttet werden.

Fragestellungen

- a) Wie hoch ist das Finanzierungspotenzial (Debt Capacity)?
- b) Welche Schlussfolgerung ziehen Sie aus dem Ergebnis in a)?

Aufgabe 4: Mittelfristige Fremdfinanzierung

Die Knaus AG ist ein lokal tätiges Bauunternehmen. Zum Jahresabschluss weist das Unternehmen folgende Werte der Kapitalstruktur aus:

Kurzfristiges Fremdkapital	100 000 CHF
Bankdarlehen	1 500 000 CHF
Aktienkapital	500 000 CHF
Gesetzliche Kapitalreserven	200 000 CHF
Gesetzliche Gewinnreserven	100 000 CHF
Jahresverlust	-80 000 CHF

Der Verwaltungsrat ist der Auffassung, dass der Verlust zu 30 % durch die Bank zu tragen ist.

Fragestellungen

- a) Welche Merkmale zeichnet das Fremdkapital aus?
- b) Aus welchen finanzwirtschaftlichen Gründen, ist die Auffassung des Verwaltungsrates eine Absage zu erteilen?

Aufgabe 5: Verdecktes Eigenkapital

Die Gehrer GmbH weist zum Jahresabschluss folgende Bilanz auf (alle Zahlen in TCHF), wobei keine stillen Reserven bestehen:

Flüssige Mittel	5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20
Vorräte	35
Betriebsliegenschaft	100
Bauland	50
Total Aktiven	210
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	10
Bankdarlehen	10
Aktionärsdarlehen	170

Stammkapital	10
Gesetzliche Gewinnreserven	10
Total Passiven	210

Das Aktionärsdarlehen wird mit 5 % verzinst. Die Gehrer GmbH hat in den vergangenen Jahren immer sehr hohe Gewinne erwirtschaftet.

Fragestellungen

- Liegt in diesem Beispiel ein verdecktes Eigenkapital vor?
- Welche steuerrechtlichen Folgen zieht dies nach sich?

Aufgabe 6: Obligationsanleihen

Beurteilen Sie, ob die nachfolgenden Aussagen korrekt oder falsch sind. Überlegen Sie sich, weshalb die Aussagen falsch sind und wie diese zu korrigieren sind.

Dar. 56

Buchstabe	Aussage	Beurteilung	Korrektur von falschen Aussagen
a)	Die Platzierung von Obligationsanleihen kann privat oder öffentlich erfolgen.		
b)	Ein Club Deal ist eine Unterform der Festübernahme, weil nur wenige Finanzinvestoren Anleihen von Versicherungen übernehmen.		
c)	Bei diesem Verfahren garantiert der Gläubiger den gesamten vorgesehenen Anleihebetrag.		
d)	Beim Tenderverfahren wird der Zeichnungspreis nicht zum Voraus bestimmt, sondern den Marktkräften überlassen. Daher wird dieses Verfahren auch Auktionsverfahren bezeichnet.		
e)	Die Festübernahme ist eine Unterart der des Tenderverfahrens.		
f)	Wenn die Zinsen im Voraus zu bestimmten Kriterien periodisch angepasst werden, dann wird von einem Floater gesprochen.		
g)	Ein Discount Bond weist eine tiefere nominelle Verzinsung und einen höheren Ausgabepreis auf.		

Dar. 56 – Fortsetzung

Buchstabe	Aussage	Beurteilung	Korrektur von falschen Aussagen
h)	Ein Zerobond weist eine einmalige Verzinsung auf, da bei Rückzahlung der Rückgabebetrag und eine Zinszahlung erfolgt, die in der Summe mehr als 100 % des Nominalwertes darstellen.		
i)	Wenn eine Anleihe vor dem Rückzahlungsdatum zurückerstattet wird, wird dies als Puttable Bond bezeichnet.		
j)	Wenn eine Anleiheobligation mit Sicherheiten hinterlegt sind, erhöht dies die Bonität bzw. senkt die Kreditkosten für eine emittierende Gesellschaft.		
k)	Wenn eine emittierende Gesellschaft sich verpflichtet, keine weiteren Anleihen am Markt auszugeben, wird dies als Pari-Passus-Klausel bezeichnet.		

Aufgabe 7: Bonität bei einer Anleiheobligation

Die Ferros SA ist ein kotiertes Unternehmen. Zudem hat das Unternehmen Anleiheobligationen ausgegeben in der Höhe von 200 Mio. CHF. Moody's hat ein Rating von Baa1 veröffentlicht und den Ausblick auf »stabil« gesetzt.

Fragestellungen

- a) Welche Bedeutung hat das Rating für die Kapitalkosten von Ferros SA?
- b) Wie ist das Kreditrating zu interpretieren?

Aufgabe 8: Duration

Die Real Estate SA ist ein kotiertes Unternehmen und hat Anleihen am Kapitalmarkt ausgegeben. Es liegen folgende Informationen vor:

Nominalzins	5 %
Laufzeit	6 Jahre
Nominalwert	100 000 000 CHF
Aktueller Kurs	100 %
Rendite	5 %

Fragestellungen

- a) Wie hoch ist die Duration?
- b) Welche Aussagekraft besitzt ist Duration in diesem Beispiel?

Aufgabe 9: Wandelobligation

Die Future SA, ein international tätiges Unternehmen mit Kotierung an der Schweizer Börse, möchte sein Wachstum durch eine Kapitalaufnahme am Kapitalmarkt stärken. Hierzu ist geplant, eine Wandelobligation auszugeben.

Fragestellungen

- a) Was ist eine Wandelobligation?
- b) Was sind die finanziellen Vorteile der Wandelobligation?
- c) Welche steuerrechtlichen Vorteile hat eine Wandelobligation gegen über einer Eigenkapitalfinanzierung?

Aufgabe 10: Arten von Wandelobligationen

Beurteilen Sie, welche Art von Wandelobligation in den nachfolgenden Beispielen angesprochen sind:

- a) Das Eigenkapitalelement wird stärker hervorgehoben wie das Fremdkapital.

- b) Der Ertrag besteht ausschliesslich im Wert des Wandelrechts.

- c) Die Contigent Convertible Bonds sind eine Spezialform dieser Art einer Wandelanleihe.

- d) Sie dient als Vorfinanzierung eines klassischen IPO und wird als Bond ausgegeben.

Aufgabe 11: Wandelparität

Die Future SA emittiert eine Wandelobligation mit folgenden Angaben:

Preis Wandelobligation	102 %
Nominalwert	10 000 CHF (je Obligation)
Marchzins	1 % des Nominal
Keine Barzahlung	
Wandelverhältnis	je Nominal 200 Aktien

Fragestellungen

- Wie hoch ist die Wandelparität?
- Was sagt das Wandelverhältnis aus?

Aufgabe 12: Formen des Leasings

Beurteilen Sie, welche Form des Leasings in den nachfolgenden Teilaufgaben beschrieben sind:

- Bewegliche Vermögenswerte werden vermietet für eine Nutzungsdauer von 15 Jahren.

- An Kunden (Business-to-Customer) werden Güter vermietet, wobei auch ein Wartungsvertrag inkludiert ist.

- Nach Abschluss des Leasingvertrags kann der Kunde das Leasingobjekt zu einem Vorzugspreis kaufen.

- Ein Vermögenswert wird an eine Leasinggesellschaft verkauft und sofort zurückgemietet.

Aufgabe 13: Leasing

Die Hugentobler AG möchte eine neue Maschine anschaffen. Die Geschäftsleitung prüft, ob ein Kauf oder ein Leasing vorteilhafter ist. Die Hugentobler AG verfügt über geringe liquide Mittel und weist bereits eine durchschnittliche Verschuldung in der Bilanz auf. Die Bank verlangt als Covenant, dass der Verschuldungsgrad maximal 50 % beträgt.

Fragestellungen

- a) Nennen Sie fünf Vorteile eines Leasings!
 b) Was empfehlen Sie der Hugentobler AG?

Aufgabe 14: Operatives oder finanzielles Leasing

Die Swiss Industry AG least ein Betriebsgebäude. Die Leasingrate beläuft sich jährlich auf 1.5 Mio. CHF. Der Leasingzinssatz ist 8 %. Ein Restwert ist nicht vorgesehen. Die Leasingdauer beträgt 5 Jahre. Die Swiss Industry AG wendet Swiss GAAP FER an. Das Betriebsgebäude ist gemäss Vereinbarung für die Swiss Industry AG erstellt worden und es sind spezifische Anforderungen der Swiss Industry AG berücksichtigt worden.

Fragestellungen

- a) Ist ein Financial oder Operational Leasing anzuwenden?
 b) Berechnen Sie die Höhe der Leasingverbindlichkeit!
 c) Berechnen Sie für die fünf Jahre den Amortisationsanteil und den Zinsanteil!

Aufgabe 15: Venture Capital Phasen

Teilen Sie den nachfolgenden Aussagen den korrekten Fachbegriff der Phase eines idealtypischen Venture-Capital-Ablaufs zu und geben sie mit numerischen Werten die Reihenfolge an.

Dar. 57

Beschreibung der Venture Capital Phase	Fachbegriff für den Venture Capital-Phase	Numerische Wert für die Reihenfolge
Festlegung des Investorenkreises, der Eintrittsbewertung, der vermögensmässigen Vorzugsrechte, der Schutzrechte zu Gunsten der Investoren, der Exit-Modalitäten.		
Führung und Überwachung spezifischer Regelungen zur Messung der Performance an klar festgelegten Zeitpunkten (Milestones).		
Systematisches Eruiieren von finanzierungsüridigen Projekten, der Grobprüfung, bei positivem Ergebnis mit einem Letter of Intent, gefolgt von einer Due Dilligence		
Betreuung des Unternehmens, insbesondere unter Berücksichtigung der		

Dar. 57 – Fortsetzung

Beschreibung der Venture Capital Phase	Fachbegriff für den Venture Capital-Phase	Numerische Wert für die Reihenfolge
Besonderheiten von Venture-Capital-finanzierten Unternehmen zur Regelung des Verhältnisses		
Ermittlung des Wertes der Investition in ein Wagniskapital		
Ausstieg der Venture-Kapitalgeber		

Aufgabe 16: Exit aus einem Venture Capital

Der Venture Capital Fonds Future hat 20 Mio. CHF in ein Biotech-Unternehmen mit Sitz in Basel investiert. Das Biotech-Unternehmen ist spezialisiert auf neuartige Entwicklung von Biomolekülen. Der Businessplan ist vielversprechend. Nach fünf Jahren besteht die Option, das Investment an einen Mitbewerber zu veräußern. Der Mitbewerber erhofft sich dadurch eine bessere Marktpositionierung. Der Mitbewerber hat eine Kaufofferte an Fonds Future abgegeben, die rund 25 % über dem Unternehmenswert liegt.

Fragestellungen

- a) Wie wird diese Exit-Strategie bezeichnet?
- b) Welche Vorteile ergeben sich durch diese Art des Exit gegenüber einem IPO?

Aufgabe 17: Mezzanine-Finanzierung

Die Müller AG hat gegenüber einem Finanzierungsfonds eine offene Verbindlichkeit in der Höhe von 20 Mio. CHF. Der Zinssatz ist variabel festgelegt. Der Kredit ist als risikoreich zu qualifizieren. In den Kreditnebenabredungen ist bestimmt, dass bei zu hohen Zinsen der Finanzierungsfonds Aktien der Müller von maximal 5 % erhalten kann als Entschädigung für das eingegangene Risiko. Es ist jedoch auch bestimmt, dass die Müller AG bei gewissen Bedingungen diese Aktien wieder zurückkaufen kann.

Fragestellungen

- a) Wie kann diese Art der Mezzanine-Finanzierung bezeichnet werden?
- b) Welche Vorteile bietet diese gewählte Beteiligungsform für die Müller AG?

Aufgabe 18: Management-Buy-Out

Sabrina Hilfiger führt ihr Unternehmen seit 30 Jahren. Sie hat in diesen 30 Jahren sehr hohe Gewinn erzielen können. Nun möchte sie im Rahmen der Nachfolge zwei Mitarbeitenden übertragen, da sie selbst keine Nachkommen hat. Die Hilfiger AG weist zum Jahresabschluss nach OR folgende Werte auf:

Aktienkapital	5 Mio. CHF
Gesetzliche Gewinnreserven	3 Mio. CHF
Freiwillige Gewinnreserven	10 Mio. CHF
Jahresgewinn	2 Mio. CHF
Flüssige Mittel	15 Mio. CHF

Zudem bestehen keine Bankverbindlichkeiten und auch die stillen Reserven wurden vollständig aufgelöst, um die Aktiengesellschaft zu erleichtern. Im Anlagevermögen besteht eine Kapitalliegenschaft, welche regelmässige Mieterträge in der Höhe von 0.5 Mio. CHF bewirft. Sie ist nicht betriebsnotwendig zu qualifizieren.

Die beiden Mitarbeitenden verfügen über geringe Vermögenswerte. Zwischen den Mitarbeitenden und Sabrina Hilfiger ist ein Konsens über den Unternehmenswert zu Stande gekommen: Der Unternehmenswert wird auf 10 Mio. CHF festgelegt. Sabrina Hilfiger ist es wichtig, dass ihr Lebenswerk fortgeführt wird.

Fragestellungen

- Was schlagen Sie vor, wie die Nachfolge zu erfolgen ist?
- Wie kann die Finanzierung sichergestellt werden?
- Worauf hat die Verkäuferin besonders zu achten?

Aufgabe 19: Management-Buy-Out

Beurteilen Sie, welche welcher Fachbegriff mit den nachfolgenden Umschreibungen angesprochen ist:

- Die Mitarbeitende übernehmen das Unternehmen des Arbeitgebers.

- Wenn der Eigenmitteleinsatz in einem MBO gering ist und das Fremdkapital sehr hoch, so wird dies als ... bezeichnet.

c) Wenn die Aktien und nicht Vermögenswerte erworben werden, bezeichnet man dies als einen

d) Wenn die Vermögenswerte und nicht die Aktien des Targets erworben werden, bezeichnet man dies als einen

e) Banken prüfen die Tragbarkeit einer Fremdfinanzierung in einem MBO mit Hilfe der

Aufgabe 20: Unternehmensnachfolge

Die Grübler AG plant die Nachfolge des Unternehmens. Alle Aktien der Grübler AG sind im Eigentum von Max Grübler. Herr Grübler möchte verschiedene Optionen prüfen, wie die Nachfolge umgesetzt werden kann. Er hat eigene Nachkommen, die Interesse an der Weiterführung haben. Weiter hat ein leitender Mitarbeiter ebenfalls Interesse, das Unternehmen zu übernehmen. Auch ein Mitbewerber hat Bereitschaft signalisiert, dass es Interesse am Unternehmen hat. Das primäre Ziel von Max Grübler ist es, dass das Unternehmen fortgeführt wird, der Name weiterbesteht und die Arbeitsplätze gesichert sind.

Fragestellungen

- a) Welche Varianten bestehen für die Unternehmensnachfolge?
- b) Welche Variante schlagen Sie Herrn Grübler primär vor? Begründen Sie kurz!

Aufgabe 21: Formen der Desinvestition

Ordnen Sie den nachfolgenden Beschreibungen die Art der Desinvestition zu:

Dar. 58

Fall	Beschreibung	Art der Desinvestition
a)	Die Amliker AG verkauft eine nicht betriebsnotwendige Liegenschaft an eine Drittperson	
b)	Die Gleno Ltd. bringt eine Tochtergesellschaft an den Kapitalmarkt, indem eine IPO an der Schweizer Börse angestrebt wird.	
c)	Die Huber AG schüttet eine Tochtergesellschaft über eine Sachdividende an ihre Aktionäre aus.	

Aufgabe 22: Beispiel Umwandlung

Die Kollektivgesellschaft Huber & Günter möchte sich in Folge der geplanten Nachfolge in eine Aktiengesellschaft umwandeln. Hierzu liegen folgende Daten aus dem Jahresabschluss vor (alle Angaben in TCHF):

Flüssige Mittel	100
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	200
Vorräte	300
Mobilien	400
Liegenschaften	2 000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	300
Passive Rechnungsabgrenzungen	100
Hypothek Liegenschaft	600
Darlehen von Huber	1 000
Eigenkapital Huber	500
Eigenkapital Günter	500

Es liegen stille Reserven auf den Vorräten in der Höhe von 150 000 CHF vor. Die Gesellschafter möchten die Aktiengesellschaft später an einen leitenden Mitarbeitenden verkaufen. Dies erfolgt aber erst in sieben Jahren.

Fragestellungen

- Wie soll das Aktienkapital ausgestaltet sein?
- Welche sieht die Eröffnungsbilanz der Huber AG aus?
- Welcher Steuerfolgen hat die Umwandlung für Herrn Huber und Herr Günter?
- Welche Formen der Umwandlung sind nach dem Schweizer Gesetz möglich?

Aufgabe 23: Beispiel Umwandlung Einzelunternehmen in eine Aktiengesellschaft⁵⁹⁴

Der Einzelunternehmern Knaus (im Handelsregister eingetragen) ist im Warenhandel tätig. Es ist geplant, das Einzelunternehmen in eine Aktiengesellschaft umwandeln zu lassen. Es liegen folgende Werte aus dem Jahresabschluss vor per Jahresende (alle Werte in TCHF):

Flüssige Mittel	200
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	300

⁵⁹⁴ Aufgabenstellung in Anlehnung Rentsch, D: Sonderbilanzen, SKV Verlag 2016, S. 54.

24 Übungsaufgaben

Vorräte	500
Mobilien	1 000
Liegenschaften	3 000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	800
Passive Rechnungsabgrenzungen	200
Hypothek Liegenschaft	2 000
Darlehen von Inhaber Knaus	1 000
Kapital Knaus	1 000
Privat Knaus	0

Der Unternehmenswert des Einzelunternehmens wird auf 1.5 Mio. CHF festgelegt. Die stillen Reserven belaufen sich auf 400 000 CHF auf den Liegenschaften und 250 000 CHF auf den Vorräten.

Fragestellungen

- Ist der Unternehmenswert von Bedeutung für die Umwandlung? Begründen Sie!
- Sind die stillen Reserven von Bedeutung für die Umwandlung? Begründen Sie!
- Wie erfolgt die Umwandlung eines Einzelunternehmens nach dem Zivilrecht?
- Welche Varianten bieten sich an für die Höhe des Aktienkapitals? Begründen Sie kurz!
- Pascal Knaus wählt ein Aktienkapital von 1 Mio. CHF und den Rest lässt er als Aktionärsdarlehen stehen. Zeigen Sie die Umwandlungsbilanz auf!

Aufgabe 24: Beispiel Abspaltung

Die Roger Mettler AG mit Sitz in Winterthur möchte sich in zwei Gesellschaften auftrennen und die Liegenschaften abspalten. (alle Werte in TCHF):

Flüssige Mittel	200
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	300
Vorräte	500
Mobilien	1 000
Liegenschaften	8 000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	800
Passive Rechnungsabgrenzungen	200
Hypothek Liegenschaft	7 000
Rückstellungen	500
Aktienkapital	500
Gesetzliche Gewinnreserven	900
Jahresgewinn	100

Auf die neu zu gründende Gesellschaft soll die Liegenschaft und die Hypothek übertragen werden. Es bestehe stille Reserven in der Höhe von 400 000 CHF bei den Liegenschaften.

Das Aktienkapital der Roger Mettler AG setzt sich aus 1000 Aktien zu 500 CHF je Aktie (Nominalwert) je Aktie. Der Unternehmenswert der Roger Mettler AG beträgt 2 Mio. CHF. Die abzusplittende Roger Mettler Immobilien AG einen solchen von ca. 1 Mio. CHF. Für eine Aktie der Roger Mettler AG erhalten die Aktionäre 1 Aktie der Roger Mettler Immobilien AG. Eine Aktie der Roger Mettler Immobilien AG beträgt 100 CHF je Aktie. Steuerrechtliche Überlegungen sind in dieser Aufgabe zu ignorieren.

Fragstellungen

- a) Wie sieht die Spaltungsbilanz der Roger Mettler Immobilien AG aus?
- b) Wie sieht die Bilanz der Roger Mettler AG aus?

Aufgabe 25: Beispiel Aufspaltung

Die Christina Tobler AG möchte sich in zwei Gesellschaften aufspalten: Christina Tobler GmbH und Tobler Digital GmbH. Die Hälfte der flüssigen Mittel und die Vorräte gehen auf die Tobler Digital GmbH über. Alleinaktionärin ist Christina Tobler, die nach der Aufspaltung alle Aktien im Privateigentum behält. Die Bilanz der Christina Tobler AG gestaltet sich zum Jahresabschluss wie folgt (alle Angaben in TCHF):

Flüssige Mittel	200
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	300
Vorräte	500
Mobilien	1 000
Liegenschaften	8 000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	800
Passive Rechnungsabgrenzungen	200
Hypothek Liegenschaft	7 000
Rückstellungen	500
Aktienkapital	500
Gesetzliche Gewinnreserven	900
Jahresgewinn	100

Das Aktienkapital der Christina Tobler AG beträgt 500 000 CHF (5000 Aktien x 100 CHF je Aktie). Das Aktienkapital der Christina Tobler GmbH beläuft sich auf 400 000 CHF (4000 Aktien x 100 CHF je Aktie) und jenes der Tobler Digital GmbH auf 100 000 CHF (1000 Aktien x 100 CHF je Aktie). Der Aktientausch für beide Gesellschaften ist 1 Aktie der Christina Tobler AG für eine neue der beiden Gesellschaften.

Auf den Vorräten bestehen stille Reserven von 250 000 CHF. Steuerrechtliche Überlegungen sind in dieser Aufgabe zu ignorieren.

Fragestellungen

- a) Wie sieht die Eröffnungsbilanz der Christina Tobler GmbH aus?
- b) Wie sieht die Eröffnungsbilanz der Tobler Digital GmbH aus?

Aufgabe 26: Beispiel Vermögensübertragung⁵⁹⁵

Die Feller AG besitzt zu 100 % eine Tochtergesellschaft A (Beteiligung A AG). Die Bilanzen der beiden Gesellschaften setzen sich wie folgt zusammen (alle Angaben in TCHF):

Feller AG

Umlaufvermögen	4 000
Beteiligung Gesellschaft A	1 000
Anlagevermögen	5 000
Fremdkapital	4 000
Aktienkapital	1 000
Gesetzliche Gewinnreserven	2 000
Freiwillige Gewinnreserven	2 500
Jahresgewinn	500

Beteiligung A

Umlaufvermögen	500
Anlagevermögen	500
Fremdkapital	300
Aktienkapital	100
Gesetzliche Gewinnreserven	400
Jahresgewinn	200

Die Feller AG plant, eine Division an die Beteiligung A auszugliedern mit Hilfe einer Vermögensübertragung. Die Division weist einen Anteil am Umlaufvermögen von 400, einen Anteil am Anlagevermögen von 500 und einen Anteil am Fremdkapital von 300. Die Feller AG erhält keine Gegenleistung für die Ausgliederung.

Steuerrechtliche Fragestellungen sind nicht zu berücksichtigen.

⁵⁹⁵ Aufgabenstellung in Anlehnung Rentsch, D: Sonderbilanzen, SKV Verlag, 2016, Seite 106.

Fragestellungen

- a) Wie sieht die Bilanz der Feller AG nach der Ausgliederung aus?
- b) Wie sieht die Bilanz der Beteiligung A nach der Ausgliederung aus?

Aufgabe 27: Aussagen zu Umstrukturierungen

Bestimmen Sie jeweils, welche Aussage korrekt ist. Pro Aussage können mehrere Antworten korrekt sein.

- a) Eine Aktiengesellschaft kann sich nicht in eine/ein ... umwandeln?
 - A GmbH
 - B Kollektivgesellschaft
 - C Genossenschaft

- b) Welcher Schritt erfolgt nach dem Umwandlungsbericht?
 - A Umwandlungsplan
 - B Umwandlungsprüfung
 - C Eintragung ins Handelsregister

- c) Kann ein Einzelunternehmen in eine Aktiengesellschaft mit einer Vermögensübertragung vollzogen werden?
 - A Ja, sofern das Einzelunternehmen im Handelsregister eingetragen ist.
 - B Ja, sofern es mindestens 10 Gesellschafter sind.
 - C Ja, sofern die Aktiengesellschaft danach nicht überschuldet ist.

- d) Wie wird die Situation bezeichnet, wenn die Spaltung die gleichen Aktionäre aufweist vor im Zustand vor der Spaltung?
 - A Symmetrische Spaltung
 - B Asymmetrische Spaltung
 - C Harmonische Spaltung

- e) Wenn eine Gesellschaft nach der Spaltung aufgelöst wird, wie wird dieses Vorgehen einer Spaltung bezeichnet?
 - A Abspaltung
 - B Split Off
 - C Aufspaltung

Aufgabe 28: Unternehmensverbindungen

Die Futuro SA möchte neben ihrem Heimatmarkt wachsen. Sie plant dies durch Unternehmensverbindungen. Sie hat hierzu ein Zielunternehmen identifiziert, welches sie mit Hilfe einer Aktienkapitalerhöhung übernehmen möchte. Die Aktienkapitalerhöhung hat einen Betrag von 20 Mio. € als Gegenstand. Die Futuro SA erstellt ihre Rechnungslegung nach IFRS. Der Kaufpreis für das Zielunternehmen wird mit 50 Mio. € vermutet.

Fragestellungen

- a) Wie hoch ist der Goodwill aus dieser Transaktion?
- b) Nennen Sie vier Motive, weshalb die Futuro SA das Zielunternehmen übernehmen möchte!

Aufgabe 29: Prozess einer Unternehmensverbindungen

Die Hella SA mit Sitz in Zürich (IFRS als Rechnungslegungsstandard) plant die Santando SA mit Sitz in Spanien zu übernehmen. Geplant ist, 100 % der Aktien der Santando SA zu übernehmen. Hierzu soll eine Anleiheobligation ausgegeben werden. Weiter bestehen bei der Hella SA erhebliche flüssige Mittel, die für die Akquisition verwendet werden können. Als Kaufpreis für die Santando SA werden ungefähr 100 Mio. CHF notwendig.

Fragestellungen

- a) Welche Rolle spielt bei der Akquisition die Unternehmenskultur eines Unternehmens?
- b) Wie kann eine Akquisition definiert werden?
- c) Welche Schritte sind bei einer Akquisition zu prüfen und zu bearbeiten?

Aufgabe 30: Übernahme eines kotierten Unternehmens

Die Buttikofer AG mit Sitz in Bern (IFRS als Rechnungslegungsstandard anwendend) möchte ein kotiertes Unternehmen in Portugal übernehmen. Das Zielunternehmen ist in der gleichen Branche tätig wie die Buttikofer AG. Der aktuelle Börsenkurs des Zielunternehmens ist 100 € pro Aktie. Der geplante Übernahmepreis ist 140 € pro Aktie.

Fragestellungen

- a) Wie hoch ist die Kontrollprämie?
- b) Welche Überlegungen muss sich die Buttikofer AG für die Übernahme nach der Gesetzgebung machen?

Aufgabe 31: Quasifusion⁵⁹⁶

Die Huber AG möchte die Kleiner AG mittels Aktienkapitalerhöhung übernehmen. Die Huber AG erhöht ihr Aktienkapital von 30 Mio. CHF auf 35 Mio. CHF. Das Aktienkapital der Kleiner AG beträgt 2 Mio. CHF. Die Übernahme wird mit einem 1:1 Aktienaustausch finanziert.

Fragestellungen

- Was zeichnet eine Quasifusion aus?
- Beschreiben Sie, wie die Quasifusion sich auf die Bilanz der Huber AG auswirkt?
- Was geschieht mit der Kleiner AG?

Aufgabe 32: Konzernfinanzierung

Die Glenshoe SA ist ein Schweizer Konzern mit Sitz in Zug. Sie unterhält zahlreiche Beteiligungen im Ausland. Die Tochtergesellschaften erhalten Darlehen von der Muttergesellschaft. Das Cash Pooling wird zentral durch die Muttergesellschaft sichergestellt.

Fragestellungen

- Wie bezeichnet man diese Art von Darlehen im Konzern?
- Worauf ist zu achten, um steuerrechtliche und gesellschaftsrechtliche Fragestellungen zu befolgen?

Aufgabe 33: Absorptionsfusion

Die A AG möchte die B AG übernehmen mit einer Absorptionsfusion ohne Ausgleichs- und Abfindungszahlung. Es liegen folgende Werte vor beider Gesellschaften nach dem Handelsrecht (alle Angaben in Mio. CHF), wobei die B AG nach der Fusion im Handelsregister gelöscht wird:

	A AG	B AG
Umlaufvermögen	10	3
Anlagevermögen	10	5
Fremdkapital	17	6
Aktienkapital	1	1
Gesetzliche Kapitalreserven	1	0.5
Gesetzliche Gewinnreserven	1	0.5

⁵⁹⁶ In Anlehnung an das Kreisschreiben 5a Umstrukturierungen, 2022, Seite 21 (Anhang).

	A AG	B AG
Unternehmenswert total	10	4
Anzahl Aktien	1 000	100
Nennwert je Aktie	1 000 CHF	10 000 CHF

Die Übernahme wird durch einen Aktientausch finanziert durch die A-AG.

Fragestellungen

- Wie wird der innere Wert bestimmt?
- Wie hoch ist das Umtauschverhältnis?
- Wie hoch ist die notwendige Aktienkapitalerhöhung bei der A AG?
- Wie hoch ist der Aktivenüberschuss?
- Wie sieht die Bilanz der A AG nach der Fusion aus?

Aufgabe 34: Absorptionsfusion

Die C AG möchte die D AG übernehmen mit einer Absorptionsfusion. Es liegen folgende Werte vor beider Gesellschaften nach dem Handelsrecht (alle Angaben in Mio. CHF), wobei die D AG nach der Fusion im Handelsregister gelöscht wird:

	C AG	D AG
Umlaufvermögen	20	2
Anlagevermögen	20	8
Fremdkapital	35	1
Aktienkapital	2	1.5
Gesetzliche Kapitalreserven	2	0.5
Gesetzliche Gewinnreserven	1	7
Unternehmenswert total	20	4.5
Anzahl Aktien	5 000	10 000
Nennwert je Aktie	400 CHF	1 500 CHF

Die Übernahme wird durch einen Aktientausch finanziert durch die C-AG.

Fragestellungen

- Wie hoch ist das Umtauschverhältnis?
- Wie hoch ist die notwendige Aktienkapitalerhöhung bei der C AG?
- Wie hoch ist der Aktivenüberschuss?
- Wie sieht die Bilanz der C AG nach der Fusion aus?

Aufgabe 35: Kombinationsfusion

Die A AG und B AG legen sich zusammen für die AB AG. Es liegen folgende Werte vor beider Gesellschaften nach dem Handelsrecht (alle Angaben in Mio. CHF):

	A AG	B AG
Umlaufvermögen	20	10
Anlagevermögen	20	10
Fremdkapital	35	17
Aktienkapital	3	1
Gesetzliche Kapitalreserven	1	1
Gesetzliche Gewinnreserven	1	1
Unternehmenswert total	9	5
Anzahl Aktien	9 000	10 000
Nennwert je Aktie	1 000 CHF	500 CHF

Das Aktienkapital der AB AG soll den bisherigen Aktionären der A und B AG zugeteilt werden. Der Nennwert soll 1 000 CHF je Aktien betragen für die AB AG.

Fragestellungen

- Wie hoch ist das Umtauschverhältnis?
- Wie hoch ist das notwendige Aktienkapital der AB AG?
- Wie sieht die Bilanz der AB AG nach der Fusion aus?

Aufgabe 36: Fusion mit Kapitalerhöhung

Die V AG übernimmt die Z AG für 100 % aller Stimmrechte. Die Bilanz der beiden Gesellschaften gestalten sich wie folgt (alle Angaben in Mio. CHF):

	V AG	Z AG
Umlaufvermögen	5	2
Anlagevermögen	7	2
Fremdkapital	6	1
Aktienkapital	3	1
Gesetzliche Kapitalreserven	2	0
Gesetzliche Gewinnreserven	1	2
Unternehmenswert total	5	3

Die V AG erhöht ihr Aktienkapital im Rahmen des bisherigen Aktienkapitals der Z AG in gleicher Höhe. Die Z AG wird anschliessend liquidiert und im Handelsregister gelöscht.

Fragestellungen

- a) Wie sieht die Bilanz der V AG nach der Fusion aus?
- b) Angenommen, es wird ein Fusionsdisagio dargelegt. Wie ist dies handelsrechtlich zu handhaben?

Aufgabe 37: Analyse einer Unterbilanz

Die Bilanz der Gebert SA zeigt folgendes Bild per 31.12.20_3 (vereinfachtes Bilanzbild):

Aktiven	950
Fremdkapital	1 000
Verlustvortrag	550
Aktienkapital	300
Freie Reserven	200

Es bestehen stille Reserven per 31.12.20_3 von 100.

Fragestellungen

- a) Liegt in diesem Fall eine Überschuldung vor?
- b) Liegt in diesem Fall ein Kapitalverlust vor?
- c) Welches sind die gesetzlichen Folgen nach Art. 725 OR?

Aufgabe 38: Analyse einer Unterbilanz

Von der Specca GmbH (vereinfachtes Bilanzbild) ist bekannt, dass das Eigenkapital 500 beträgt (ohne offene Reserven), die Aktiven 400 und der Verlustvortrag 600. Die stillen Reserven betragen 500 (alle auf den Aktiven).

Fragestellungen

- a) Liegt eine Überschuldung vor?
- b) Welchen Effekt hat es auf den Verlustvortrag, wenn die stillen Reserven vollständig aufgelöst werden (steuerrechtliche Fragen unberücksichtigt)?

Aufgabe 39: Sanierung eines Industrieunternehmens

Von der Rüdiger AG hat zum Jahresabschluss folgende Bilanz vorzuweisen (alle Zahlen in TCHF):

Flüssige Mittel	430
Verbindlichkeiten aus L&L	2 120
Forderungen aus L&L	1 420
Obligationenanleihe	2 500
Vorräte	1 320
Rückstellungen	970
Mobilien	320
Aktienkapital	100
Immobilien	520
Gesetzliche Reserven	50
Verlustvortrag	1 740
Jahresgewinn	10

Die Bilanzsumme beläuft sich auf 5 750. Im Vorjahr sind alle freien Reserven aufgelöst worden. Es bestehen noch stille Reserven bei den Vorräten (Hälfte des ausgewiesenen Buchwerts) und den Rückstellungen (92.8 % auf den Rückstellungen in der Finanzbuchhaltung).

Der Verwaltungsrat beschliesst, weitere Sanierungsmassnahmen sofort zu vollziehen. Die Fremdkapital- und Eigenkapitalgeber sind zu grossen Zugeständnissen bereit. Folgende Sanierungsmassnahmen können beschlossen werden:

- (1) Ein Schlüssellieferant verzichtet auf 225.
- (2) Die übrigen Lieferanten verzichten auf 52.8 % ihrer Forderungen (von 2 120).
- (3) Zwei Fünftel der Obligationenanleihe wird in Aktienkapital umgewandelt.
- (4) Die stillen Reserven werden aufgelöst vollständig.
- (5) Die Immobilien können auf 1 Mio. CHF aufgewertet werden. Ein Wirtschaftsprüfer bestätigt die Zulässigkeit dieser Aufwertung.
- (6) Die Gesellschafter verzichten auf die Hälfte ihres Kapitals und schiessen einen einmaligen Beitrag von 200 TCHF ein.
- (7) Der Verlustvortrag soll weitgehend gedeckt werden. Ein übriger Verlustvortrag soll weiterhin ausgewiesen werden bzw. ein Sanierungsgewinn den freien Reserven zugeordnet werden.

Fragestellungen

- a) Wie lauten die Sanierungsbuchungen?
- b) Führen Sie ein Sanierungskonto für die Sanierungsbuchungen.

- c) Wie gross ist der Sanierungsgewinn?
- d) Wie gross ist der Verlustvortrag nach den Sanierungserträgen?
- e) Wie sieht die Bilanz nach den Sanierungsmassnahmen aus?
- f) Wie gross ist der Anteil von echten und unechten Sanierungsgewinnen?

Aufgabe 40: Echte und unechte Sanierungsgewinne

Die Hubertus GmbH verfügt nach vollzogener Sanierung über folgende Salden bzw. Beträge:

• Sanierungserträge durch Dritte	500 TCHF
• Sanierungserträge durch Gesellschafter	200 TCHF
• Verlustvortrag (vor Sanierung)	600 TCHF
• Eigenkapital (vor Sanierung)	50 TCHF

Fragestellungen

- a) Wie ist die finanzielle Lage bei der Hubertus GmbH vor der Sanierung?
- b) In welchem Umfang kann ein Verlustvortrag aus steuerrechtlicher Sicht stehen gelassen werden?

Aufgabe 41: Aufwertung

Die Schulz AG hat zum Jahresabschluss einen operativen Verlust von 15 TCHF erzielt. Aus den Vorjahren resultierten Verluste (Verlustvortrag) von insgesamt 85 TCHF. Der Verwaltungsrat beschliesst, die Immobilien (Buchwert 1.4 Mio. CHF) auf den Wert von 1.6 Mio. CHF aufwerten zu lassen. Sie wurden einst für 1.5 Mio. CHF erworben. Ein unabhängiger Wirtschaftsprüfer hat die Zulässigkeit bestätigt. Der Verwaltungsrat hat als grosse Herausforderung die Erhaltung der Zahlungsfähigkeit definiert.

Fragestellungen

- a) Wie ist dieser Sachverhalt zu verbuchen in der Finanzbuchhaltung?
- b) Kann die Aufwertungsreserve mit dem Verlustvortrag direkt verrechnet werden?
- c) Wie beurteilen Sie die Sanierungsmassnahme im konkreten Fall?

Aufgabe 42: Buchführung für eine Sanierung

Die Cocos AG hat immer wieder Verluste (Jahresverlust 750 TCHF) erzielt und hat folgende Sanierungsmassnahmen beschlossen (alle Angaben in TCHF, rechtlich vereinfachter Fall):

- (1) Die Hälfte des Aktienkapitals (500) wird in Form einer gegenstandlosen Nachzahlung eingebracht.
- (2) Ein Viertel des Aktienkapitals wird herabgesetzt.
- (3) Die Lieferanten verzichten auf 10 % ihrer Forderungen von 1 000.
- (4) Die Kosten für die Sanierung (Beratungskosten) betragen 50 und werden in bar vergütet.
- (5) Ein Darlehensgeber zeichnet 10 % des ursprünglichen Aktienkapitals und reduziert seine Forderung entsprechend.
- (6) Ein Dritt-Fonds gewährt ein zinsloses Darlehen für zwei Jahren in der Höhe von 150.
- (7) Die Bank reduziert ihre Forderung um 50. Sie erhalten dafür nennwertlose Genussscheine.
- (8) Die Rückstellungen in der Höhe von 70 werden aufgelöst, da diese nicht mehr begründet sind bzw. der Zweck für die Rückstellungen nicht mehr gegeben ist.
- (9) Stille Reserven bei den Aktiven in der Höhe von 240 können aufgelöst werden. Die latenten Steuern von 25 % sind entsprechend zu berücksichtigen.
- (10) Die Gesellschafter sind bereit, in der Höhe 100 eine Sacheinlage (Aktiven) zu erbringen und Aktien zu zeichnen.

Fragestellungen

- a) Verbuchen Sie die Sanierungsmassnahmen und verwenden Sie das Konto »Sanierung«!
- b) Welcher Anteil der Sanierungsmassnahmen kann für die Verlustverrechnung verwendet werden bzw. welcher Anteil kann nicht verwendet werden aus steuerrechtlicher Sicht?
- c) Wie gross ist der Verlustvortrag nach den Sanierungsmassnahmen aus handelsrechtlicher Sicht?

Aufgabe 43: Wirkung von Sanierungsleistungen

Die Heinrich GmbH beschliesst eine Reihe von Sanierungsmassnahmen, um einen Verlustvortrag zu beseitigen. Der Verwaltungsrat hat erkannt, dass die finanzielle Lage angespannt ist und dass die Heinrich GmbH dringend die liquiden Mittel beschaffen muss. Folgende Sanierungsmassnahmen sind beschlossen worden:

- (1) Reduktion des Aktienkapitals um 20 %
- (2) Wechsel von Fremd- in Eigenkapital
- (3) Reduktion des Personalbestands um 5 %
- (4) Gegenstandsloser Beitrag der Gesellschafter in Form von Sachanlagen
- (5) Kapitalerhöhung um 10 % in Form von flüssigen Mitteln
- (6) Bezahlung einer Schuld mit einem Aktivum (Anlagevermögen)
- (7) Stundungen von Darlehensgeber (Passiv) für die Zinsen der nächsten drei Jahre
- (8) Kürzung der Debitoren-Zahlungsfrist um 10 Tage

(9) Verwendung von freien Reserven zur Deckung des Verlustvortrags

(10) Auflösung von stillen Reserven

Fragestellungen

- a) Prüfen Sie, welche der folgenden Massnahmen einen positiven Effekt auf die flüssigen Mittel, das Eigenkapital und den Verlustvortrag haben!
- b) Wie beurteilen Sie die Situation der Heinrich GmbH bzw. das Potential der getroffenen Sanierungsmassnahmen?

Aufgabe 44: Sanierung des Eigenkapitals

Die Rüber AG weist zum Jahresabschluss folgende Bilanzbild nach OR (Handelsrecht, alle Angaben in TCHF, verkürzte Bilanz) auf:

Dar. 59

Rüber AG (alle Angaben in TCHF, Kurzbilanz)

Flüssige Mittel	100	Verbindlichkeiten L&L	200
Forderungen L&L	300	Kurzfristiges Bankdarlehen	400
Vorräte	200	Übriges Fremdkapital	300
Sachanlagen	1 000	Langfristiges Bankdarlehen	1 000
Liegenschaften	2 000	Aktionärsdarlehen	2 500
		Aktienkapital	100
		Gesetzliche Gewinnreserven	100
		Bilanzverlust	-1 000

Das Aktienkapital ist gegliedert zu 1000 Aktien zu einem Nennwert von 100 CHF je Aktie. Die Liegenschaften sind zum maximalen Wert nach dem Handelsrecht aufgeführt. Das Aktionärsdarlehen wird vom Hauptaktionär gewährt, der 750 Aktien besitzt.

Der Verwaltungsrat beschliesst folgende Sanierungsmassnahmen:

1. Das Aktienkapital wird auf Null herabgesetzt. Zugleich sind alle Aktionäre bereit, neues Aktienkapital in der Höhe von 500 000 CHF einzuschiessen in liquiden Mitteln.
2. Der Hauptaktionär verzichtet auf 1 Mio. CHF seiner Forderung

Die übrigen Gläubiger und die Bank sind nicht bereit, sich an der Sanierung zu beteiligen, da sie nicht vom Erfolg der Sanierung überzeugt sind. Ein Sanierungsüberschuss ist den gesetzlichen Kapitalreserven gutzuschreiben.

Fragestellungen

- Wie beurteilen Sie die bilanzielle Situation in Bezug auf OR 725 ff.?
- Wie lauten die Sanierungsbuchungen, wenn das »Sanierungskonto« geführt wird?
- Wie gestaltet sich die Bilanz nach der Sanierungsbuchungen?
- Liegen echte oder unechte Sanierungserträge im Sinne des Steuerrechts vor?
- Wie beurteilen Sie die Angemessenheit der vollzogenen Sanierung?

Aufgabe 45: Sanierung durch die Veränderung des Fremd- und Eigenkapitals

Die Schlutter AG hat immer grössere, finanzielle Schwierigkeiten zu bewerkstelligen. Zum Jahresabschluss zeigt sich folgendes Bilanzbild (alle Angaben in TCHF, Jahresabschluss nach OR, verkürzte Bilanz):

Dar. 60

Schlutter AG (alle Angaben in TCHF, Kurzbilanz)

Flüssige Mittel	50	Verbindlichkeiten L&L	200
Forderungen L&L	200	Kurzfristiges Bankdarlehen	200
Vorräte	100	Übriges Fremdkapital	500
Sachanlagen	250	Langfristiges Bankdarlehen	1 400
Beteiligungen	3 100	Privates Darlehen	2 000
		Aktienkapital	100
		Gesetzliche Gewinnreserven	100
		Jahresverlust	-800

Die Vermögenswerte sind alle bereits zu ihren maximalen Werten aufgeführt. Das Darlehen ist von einer Privatperson gewährt worden. Das Aktienkapital ist zu 100 Aktien mit einem Nennwert von 1000 CHF je Aktie geführt. Es kommt zu zahlreichen Gesprächen mit den Gläubigern, da die Aktionäre über geringes Privatvermögen verfügen, das bereitgestellt werden kann.

Folgende Sanierungsbeschlüsse bzw. -einigungen sind erzielt worden mit den Gläubigern:

- Die Banken verzichten beim langfristigen Bankdarlehen auf den Betrag von 100 TCHF.
- Die Lieferanten gewähren einen Forderungsverzicht von 100 TCHF.
- Beim Privatdarlehen konnte ein Forderungsverzicht von 200 TCHF erreicht werden. Zugleich wird 300 TCHF in Aktienkapital umgewandelt, wobei die aktienrechtlichen Anforderungen eingehalten worden sind.

4. Die Aktionäre verzichten auf das vollständige Aktienkapital und legen neues Aktienkapital in einer Barliberierung von 200 TCHF ein. Die aktienrechtlichen Bestimmungen konnten eingehalten werden und können für die Aufgabenstellung weiter ignoriert werden.
5. Die gesetzlichen Gewinnreserven sollen gemäss Beschluss der Generalversammlung für die Reduktion des Verlustes verwendet werden.

Ein Restsaldo wird in der Bilanz vorgetragen. Weiter bereitet dem Verwaltungsrat Sorge, dass der Geldfluss aus Betriebstätigkeit in der Vergangenheit und im Businessplan für die nächsten fünf Jahre immer noch negativ ist.

Fragestellungen

- a) Wie beurteilen Sie die bilanzielle Situation in Bezug auf OR 725 ff.?
- b) Wie lauten die Sanierungsbuchungen, wenn das »Sanierungskonto« geführt wird?
- c) Wie gestaltet sich die Bilanz nach der Sanierungsbuchungen?
- d) Wie beurteilen Sie die Angemessenheit der vollzogenen Sanierung?

Aufgabe 46: Teilrückzahlung des Eigenkapitals

Die Prekuro AG Holding besitzt zahlreiche finanziell starke Beteiligungen, die in den letzten Jahren hohe Dividenden ausgeschüttet haben. Daher beschliesst der Verwaltungsrat der Holding, das Aktienkapital und die gesetzlichen Kapitalreserven zu reduzieren. Die Bilanz vor den geplanten Massnahmen zeigt folgendes Bild auf (alle Angaben in TCHF, Jahresabschluss nach OR, verkürzte Bilanz):

Dar. 61

Prekuro AG (alle Angaben in TCHF, Kurzbilanz)

Flüssige Mittel	2 000	Verbindlichkeiten L&L	100
Beteiligungen	4 000	Übriges Fremdkapital	400
		Aktienkapital	2 000
		Gesetzliche Kapitalreserven	1 000
		Gesetzliche Gewinnreserven	1 500
		Jahresgewinn	1 000

Das Aktienkapital setzt sich aus 1 000 Aktien mit einem Nennwert von 1 500 CHF je Aktie zusammen. Die gesetzlichen Kapitalreserven sind steuerrechtlich anerkannt. Der Verwaltungsrat möchte das Aktienkapital um 1 Mio. CHF und die Kapitalreserven um 0.5 Mio. CHF reduzieren mit einer Barauszahlung. Die Aktionäre sind zwei Privatpersonen (Anteil je 50 % am Aktienkapital), die ihre Anteile im Privatver-

mögen halten. Auch wird vorgeschlagen, dass für von den beiden Aktionären je Aktie ein Preis von 3 000 CHF in bar gezahlt wird. Die Kapitalreserven stehen beiden Aktionären zu gleichen Teilen zu.

Die Beteiligungen setzen sich auf vier Beteiligung mit einem Buchwert von je 1 Mio. CHF zusammen.

Fragestellungen

- Sind die geplanten Transaktionen betriebswirtschaftlich sinnvoll?
- Welche steuerrechtlichen Folgen ergeben sich für die Holding und die Aktionäre?
- Wie sieht die Bilanz nach der geplanten Transaktion aus?
- Ist auch die Ausschüttung einer Beteiligung möglich? Begründen Sie kurz!

Aufgabe 47: Liquidation

Die Knaus AG gibt ihre Geschäftstätigkeit auf. Hierzu sollen die Vermögenswerte liquidiert werden. Es liegt folgende Bilanz zum Jahresabschluss vor (alle Angaben in TCHF, Jahresabschluss nach OR, verkürzte Bilanz):

Dar. 62

Knaus AG (alle Angaben in TCHF, Kurzbilanz)

Flüssige Mittel	100	Verbindlichkeiten L&L	300
Forderungen L&L	300	Kurzfristiges Bankdarlehen	500
Vorräte	500	Übriges Fremdkapital	500
		Hypotheken	3 000
Sachanlagen	1 000	Rückstellungen	200
Liegenschaften	5 000	Aktionärsdarlehen	2 000
		Aktienkapital	100
		Gesetzliche Gewinnreserven	100
		Jahresgewinn	200

Es bestehen keine stillen Reserven mehr. Zum Jahresabschluss (vor der Liquidationseröffnung) liegen folgende Informationen vor:

- Auf den Vorräten ist eine Wertkorrektur von 200 TCHF notwendig.
- Die Sachanlagen können zu 800 TCHF veräußert werden, da eine konkrete Offerte vorliegt.
- Die Liegenschaften können aufgrund der schwierigen Lage und schwierigen Umnutzung für 4.9 Mio. CHF an eine Drittperson veräußert werden, die ein Vorkaufsrecht auf der gesamten Liegenschaft besitzt.
- Die Rückstellungen sind für mögliche Wertgarantien um 400 TCHF zu erhöhen.

Alle Aktienanteile gehören Thomas Knaus, der die Aktien im Privatvermögen hält.

Fragestellungen

- a) Wie lauten die Korrekturbuchungen?
- b) Wie sieht die Bilanz nach den notwendigen Korrekturen aus?
- c) Angenommen, die Vermögenswerte können zu den aufgeführten Werten in Teilfrage b) veräußert werden und die Schulden vollständig abgezahlt werden. Wie hoch ist der Liquidationsgewinn?

Aufgabe 48: Grundlagen der Unternehmensbewertung

Beurteilen Sie in den nachfolgenden Aufgaben zur Unternehmensbewertung, welche der Aussage/Antworten korrekt ist. Es ist jeweils nur eine Antwort korrekt.

I. Was entspricht dem Preis eines Unternehmens?

- A ermittelte Wert des Unternehmens
- B bezahlte Wert eines Unternehmens
- C vermutete Wert eines Unternehmens

II. Was ist kein Grundsatz der Grundsatz ordnungsmässiger Unternehmensbewertung?

- A Stichtagsprinzip
- B Massgeblichkeit des Bewertungszwecks
- C Grundsatz des Going Concerns

III. Was ist kein Grund, um für ein Unternehmen eine Bewertung zu erstellen?

- A Jahresabschluss
- B IPO
- C Nachfolgeregelung

IV. Welche Funktion kommt dem Unternehmenswert nach Lehrmeinung zu?

- A Entscheidungswert
- B immaterieller Wert
- C Kontrollwert

V. Wozu ist der Finanzplan für die Unternehmensbewertung zu prüfen?

- A Für viele Methoden der Unternehmensbewertung sind künftige Werte notwendig, daher dient der Finanzplan der Plausibilität der Annahmen.
- B Für die Unternehmensbewertung dient der Finanzplan als Prüfung, ob sich die Bewertung finanzieren lässt.
- C Der Finanzplan hilft, das Geschäftsmodell besser zu verstehen.

VI. Woraus setzt sich ein Unternehmenswert zusammen?

- A nur Einzahlungsüberschüsse betriebsnotwendigen Vermögens
- B nur Wert nicht betriebsnotwendigen Vermögens
- C Summe aus Einzahlungsüberschüssen betriebsnotwendigen Vermögens + Wert nicht betriebsnotwendigen Vermögens

VII. Woraus setzt sich ein Unternehmenswert zusammen?

- A nur Einzahlungsüberschüsse betriebsnotwendigen Vermögens
- B nur Wert nicht betriebsnotwendigen Vermögens
- C Summe aus Einzahlungsüberschüsse betriebsnotwendigen Vermögens + Wert nicht betriebsnotwendigen Vermögens

VIII. Was beeinflusst den Wert eines Unternehmens?

- A Erfolg und Kapitalisierungssatz
- B Erfolg und Geschäftsausblick
- C Kapitalisierungssatz und Geschäftsausblick

IX. Wie können die Kapitalkosten für das Eigenkapital nicht festgelegt werden?

- A Capital Asset Pricing Modell
- B Risikokomponentenansatz
- C Ausfallrisiken des Fremdkapitals

X. Ist das Finanzierungsverhältnis für die Unternehmensbewertung relevant?

- A Ja, da es die Renditeerwartungen beeinflusst
- B Ja, da es die Ausfallwahrscheinlichkeit beeinflusst
- C Nein, da die Bewertung aufgrund anderer Faktoren bestimmt wird

Aufgabe 49: Entity vs. Equity Approach

Von einem Unternehmen sind folgende Werte bekannt (Kurz Zahlen):

Umlaufvermögen	1 000
Anlagevermögen	3 000
Bilanzsumme	4 000
Unverzinsliche Schulden	1 500
Finanzverbindlichkeiten	2 000
Eigenkapital	500
Bilanzsumme	4 000
EBIT	400

Weiter sind folgende Plandaten zu verwenden:

Zielrendite Eigenkapital	20 %
Zins Finanzverbindlichkeiten	10 %
Gewinnsteuerrate	20 %
Gewichtete Kapitalkosten unter Berücksichtigung Ziel-Finanzierungsverhältnis	11.42 %

Fragstellungen

- a) Wie hoch ist der Unternehmenswert nach dem Equity-Approach?
- b) Wie hoch ist der Unternehmenswert nach dem Entity-Approach?

Aufgabe 50: Reine Ertragsmethode

Die Huber AG hat in den letzten Jahren einen durchschnittlichen Gewinn von 150 000 CHF erwirtschaftet. Dies kann als massgeblicher, nachhaltiger Gewinn betrachtet werden. Die Renditeerwartungen der Eigenkapitalgeber beläuft sich auf 12 %. Die Bilanzsumme ist 3.5 Mio. CHF und der Geldfluss aus operativer Geschäftstätigkeit beläuft sich auf 450 000 CHF.

Fragstellungen

- a) Welche Parameter sind für die reine Ertragsmethode relevant?
- b) Wie hoch ist der Unternehmenswert nach der reinen Ertragsmethode?

Aufgabe 51: EVA-Methode

Die Breu GmbH weist einen Gewinn von 20 000 CHF auf und einen Finanzaufwand von 5 000 CHF. Das investierte Kapital beläuft sich auf 1.2 Mio. CHF. Die Eigenkapitalkosten sind 10 % und es besteht kein Fremdkapital.

Fragestellungen

- Welche Parameter sind für die Methode EVA relevant?
- Wie hoch ist die Überrendite?
- Wie hoch ist der Unternehmenswert nach dem economic value added?

Aufgabe 52: DCF-Methode

Von der Humantis AG sind folgende Werte bekannt:

Dar. 63

Humantis AG (alle Angaben in Mio. CHF, Kurzbilanz)

Flüssige Mittel	10	Verbindlichkeiten L&L	20
Forderungen L&L	5	Kurzfristiges Bankdarlehen	20
Vorräte	55	Übriges Fremdkapital	10
		Hypotheken	200
Sachanlagen	200	Rückstellungen	10
Liegenschaften	300	Aktionärsdarlehen	100
		Aktienkapital	10
		Gesetzliche Gewinnreserven	50
		Jahresgewinn	150

Die Liegenschaften (inklusive der Hypotheken) sind nicht betriebsnotwendig. Es bestehen sonst keine verzinslichen Verbindlichkeiten. Aus der Planungsrechnung gehen folgende Werte hervor für die nächsten fünf Jahre (alle Werte in Mio. CHF):

Dar. 64

Grösse	Jahr +1	Jahr +2	Jahr +3	Jahr +4	Jahr +5
Operativer Cashflow	20	30	40	50	60
Investiver Cashflow	-10	-20	-10	-30	-20

Der CFO rechnet mit einem gewichteten Kapitalkostensatz von 10 % und einer Wachstumsquote von 2 % ab dem Jahr +5.

Fragestellungen

- a) Welche Parameter sind für die Methode DCF relevant?
- b) Wie hoch ist der Unternehmenswert nach der DCF-Methode?
- c) Welcher Wert ist besonders kritisch in der Bewertung?
- d) Wieso ist die DCF-Methode in der Praxis derart häufig angewendet?

Aufgabe 53: APV-Methode

Die Gabathuler AG rechnet mit folgenden freien Cashflows bei einem Eigenkapitalkostensatz von 10 % (alle Werte in Mio. CHF).

Dar. 65

Grösse	Jahr +1	Jahr +2	Jahr +3	Jahr +4
Free Cashflow	40	50	50	60

Zudem wird im Jahr 2 bis 4 eine Nettoschuld bei einer Bank von 100 Mio. CHF aufgenommen, die durchschnittlich mit 5 % verzinst sind. Die Gewinnsteuerrate ist 20 %.

Fragestellung

- a) Wie hoch ist der Unternehmenswert nach der APV-Methode?

Aufgabe 54: Marktwertmethode

Von der kotierten Hebet SA sind folgende Multiples von Vergleichsunternehmen bekannt:

Umsatzmultiple	1.2 x
EBITDA-Multiple	4.5 x
EBIT-Multiple	6.0 x

Die Hebet SA schliesst mit einem Umsatz von 100 Mio. CHF ab, einem EBITDA von 30 Mio. CHF und einem EBIT von 20 Mio. CHF.

Fragstellungen

- a) Wie hoch ist der Unternehmenswert mit einem Marktmethode für die Hebet SA?
 b) Warum ist die Marktwertmethode kaum für privat gehaltene Unternehmen anwendbar?

Aufgabe 55: Transaktionsmethode

Die Future SA plant ihren Börsengang (IPO). Hierzu ergab die Fairness Opinion verschiedene Marktpreise von vergleichbaren Unternehmen, die bereits einen IPO vollzogen haben:

Heltec SA	400 Mio. EUR
Fantes SA	450 Mio. EUR
Esperanca Ltd	470 Mio. EUR

Der Wert des Future SA wird auf Basis der Fairness Opinion auf 420 Mio. CHF geschätzt. Der aktuelle Wechselkurs ist 1 CHF = 1.10 EUR.

Fragstellungen

- a) Wie angemessen ist der Wert der Fairness Opinion?
 b) Was ist der wesentliche Nachteil dieser Methode?

Aufgabe 56: Substanzwertmethode

Von der Breu AG liegen folgende Informationen vor (Kurzbilanz in TCHF, Abschluss nach Handelsrecht):

Dar. 66**Breu AG (alle Angaben in TCHF, Kurzbilanz)**

Flüssige Mittel	100	Verbindlichkeiten L&L	200
Forderungen L&L	400	Kurzfristiges Bankdarlehen	400
Vorräte	700	Übriges Fremdkapital	800
		Hypotheken	4 000
Sachanlagen	3 000	Rückstellungen	500
Liegenschaften	5 000	Aktionärsdarlehen	800
		Aktienkapital	1 000
		Gesetzliche Gewinnreserven	1 000
		Jahresgewinn	500

Es bestehen handelsrechtliche stille Reserven in der Höhe von 4 Mio. CHF. Der Gewinnsteuersatz beträgt 20 %.

Fragestellungen

- a) Wie hoch ist der Substanzwert ohne Berücksichtigung von latenten Steuern?
- b) Wie hoch ist der Substanzwert, wenn latente Steuer berücksichtigt werden?
- c) Wie ist das Aktionärsdarlehen betriebswirtschaftlich zu beurteilen?

Aufgabe 57: Mittelwertmethode

Die Hebling AG weist folgende Werte im Jahresabschluss nach dem Handelsrecht auf:

Eigenkapital	1.2 Mio. CHF
Stille Reserven	0.8 Mio. CHF
Operativer Cashflow	0.3 Mio. CHF
Nachhaltiger Gewinn	0.2 Mio. CHF
Bilanzsumme	2.5 Mio. CHF
Eigenkapitalkosten	8 %
Gewichtete Kapitalkosten	10 %

Fragestellungen

- a) Wie hoch ist der Substanzwert?
- b) Wie hoch ist der Ertragswert?
- c) Wie hoch ist der Unternehmenswert unter Anwendung der Mittelwertmethode?

Aufgabe 58: Übergewinnmethode

Die Tobler AG weist folgende Werte im Jahresabschluss nach dem Handelsrecht auf:

Eigenkapital	1.5 Mio. CHF
Stille Reserven	0.5 Mio. CHF
Operativer Cashflow	0.4 Mio. CHF
Nachhaltiger Gewinn	0.3 Mio. CHF
Bilanzsumme	3.5 Mio. CHF
Kapitalkosten	8 %
Geforderte EK-Verzinsung	10 %

Fragestellung

a) Wie hoch ist der Unternehmenswert nach der Übergewinnmethode?

Aufgabe 59: Purchase Price Allocation

Die Holding SA (kotiertes Unternehmen) möchte die Target SA übernehmen. Hierzu ist eine Neubewertung nach Swiss GAAP FER erfolgt mit folgenden Werten (alles in Mio. CHF):

Vorräte	150
Übrige Vermögenswerte	20
Sachanlagen	300
Immaterielle Vermögenswerte	200
Finanzverbindlichkeiten	100
Andere Verbindlichkeiten	20
Latente Steuerverbindlichkeiten	200

Der Kaufpreis der Target SA wird auf 1 000 Mio. CHF festgelegt und vereinbart. Eine interne Bewertung nach DCF-Methode ergab einen Wert von 800 Mio. CHF.

Fragestellungen

- a) Wie hoch sind die Nettoaktiven nach Swiss GAAP FER?
- b) Wie hoch ist der Goodwill in dieser Transaktion?
- c) Wieso ergibt sich nach DCF und der Bewertung nach Swiss GAAP FER ein Unterschied in den Werten?

25 Lösungen

Aufgabe 1

a)	C	g)	A
b)	A	h)	A
c)	B	i)	C
d)	B	j)	A
e)	A	k)	B
f)	C	l)	C

Aufgabe 2

- a) Kautionskredit
- b) Darlehen (fester Vorschuss)
- c) Leasing

Aufgabe 3

- a) Das Finanzierungspotenzial berechnet sich wie folgt:

Dar. 67

Jahr	1	2	3	4	5	6	7
EBIT	2.0	2.1	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4
kalkulatorische Steuern	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5
Abschreibungen	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
betriebsnotwendige Investitionen	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
Dividende	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
nachhaltiger Free Cashflow	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
Barwerte	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Summe Barwerte	0.8						

- b) Da die aktuelle Verschuldung mit verzinlichen Verbindlichkeiten 1 Mio. CHF beträgt, liegt diese um 0.2 Mio. CHF über dem Finanzierungspotenzial (Debt Capacity). Daher müsste entweder die Dividende ausgesetzt werden oder die Investitionen müssten reduziert werden.

Aufgabe 4

- a) Das Fremdkapital ist in der Regel befristet, und für das zur Verfügung gestellte Kapital ist ein Zins zu entrichten. Weiter trägt ein Fremdkapitalträger keine unternehmerischen Risiken bei Kapitalgesellschaften und ist auch nicht in der Geschäftsleitung involviert.
- b) Da die Bank nicht Eigentümerin ist und nicht am Erfolg der Aktiengesellschaft teilhat, ist auch eine Verlusttragung ausgeschlossen.

Aufgabe 5

a)

Flüssige Mittel	5	100 %	5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20	85 %	17
Vorräte	35	85 %	29.75
Betriebsliegenschaft	100	70 %	70
Bauland	50	70 %	35
Maximal anrechenbares Fremdkapital			156.75
Ausgewiesenes Fremdkapital			190
Verdecktes Eigenkapital			33.25

- b) Der verbuchte Zins auf dem verdeckten Eigenkapital ($33.25 \times 5\% = 1.66$) wird dem steuerbaren Gewinn dazugerechnet. Hierauf ist die Verrechnungssteuer von 35 % geschuldet, da dies als geldwerte Leistung zu qualifizieren ist. Weiter wird der kantonalen Kapitalsteuer die 33.25 dazugerechnet.

Aufgabe 6

Dar. 68

Buchstabe	Aussage	Beurteilung	Korrektur von falschen Aussagen
a)	Die Platzierung von Obligationsanleihen kann privat oder öffentlich erfolgen.	korrekt	
b)	Ein Club Deal ist eine Unterform der Festübernahme, weil nur wenige Finanzinvestoren Anleihen von Versicherungen übernehmen.	Falsch	Ein Club Deal bezeichnet die Platzierung von Obligationsanleihe an wenige Grossinvestoren.
c)	Bei diesem Verfahren garantiert der Gläubiger den gesamten vorgesehenen Anleihensbetrag.	Falsch	Der Schuldner garantiert diese Leistung, nicht der Gläubiger.
d)	Beim Tenderverfahren wird der Zeichnungspreis nicht zum Voraus bestimmt, sondern den Marktkräften überlassen. Daher wird dieses Verfahren auch Auktionsverfahren bezeichnet.	Korrekt	
e)	Die Festübernahme ist eine Unterart der des Tenderverfahrens.	Falsch	Es ist einer Unterart der Fremdplatzierung. Das Tenderverfahren zählt zu den kommissionsweisen Platzierungen.
f)	Wenn die Zinsen im Voraus zu bestimmten Kriterien periodisch angepasst werden, dann wird von einem Floater gesprochen.	Korrekt	
g)	Ein Discount Bond weist eine tiefere nominelle Verzinsung und einen höheren Ausgabepreis auf.	Falsch	Der Ausgabepreis ist in der Regel tief bei der Emission.
h)	Ein Zerobond weist eine einmalige Verzinsung auf, da bei Rückzahlung der Rückgabebetrag und eine Zinszahlung erfolgt, die in der Summe mehr als 100 % des Nominalwertes darstellen.	Falsch	Der Rückzahlungsbetrag schliesst eine Zinskomponente ein.
i)	Wenn eine Anleihe vor dem Rückzahlungsdatum zurückerstattet wird, wird dies als Putable Bond bezeichnet.	Falsch	Eine solche Anleihe wird als Callable Bond bezeichnet.
j)	Wenn eine Anleiheobligation mit Sicherheiten hinterlegt sind, erhöht dies	korrekt	

Dar. 68 – Fortsetzung

Buchstabe	Aussage	Beurteilung	Korrektur von falschen Aussagen
	die Bonität bzw. senkt die Kreditkosten für eine emittierende Gesellschaft.		
k)	Wenn eine emittierende Gesellschaft sich verpflichtet, keine weiteren Anleihen am Markt auszugeben, wird dies als Pari-Passus-Klausel bezeichnet.	Falsch	Dies wird als Negativklausel bezeichnet.

Aufgabe 7

- a) Das Rating von Moody's beeinflusst die Kreditkosten von Ferros SA. Je besser das Rating ist, desto tiefer sind die Kreditkosten. Zudem hat es einen Einfluss auf die Reputation auf dem Kapitalmarkt.
- b) Das Rating bedeutet, dass Ferros SA eine angemessene Zahlungsfähigkeit besitzt, aber anfällig auf wirtschaftlich unsichere Entwicklungen ist.

Aufgabe 8

- a) Die Duration berechnet sich wie folgt:

Dar. 69

Zeitpunkt	Zinszahlung	Barwert	Gewichtungsfaktoren	Summanden
1	5	4.761904762	0.047619048	0.047619048
2	5	4.535147392	0.045351474	0.090702948
3	5	4.319187993	0.04319188	0.12957564
4	5	4.113512374	0.041135124	0.164540495
5	5	3.917630832	0.039176308	0.195881542
6	105	78.35261665	0.783526166	4.701156999
		100	1	5.329476671

- b) Welche Aussagekraft besitzt ist Duration in diesem Beispiel?

Die Duration ist ein gewichtetes Mass für die Anfälligkeit eines Zinsänderungsrisikos. Je höher die Duration ist, desto höher ist der Anpassungseffekt aus einer Zinsänderung auf den Wert einer Anleiheobligation.

Aufgabe 9

- a) Die Wandelobligation ist zu Beginn eine Anleiheobligation und stellt für die Future SA Fremdkapital dar. Während der Laufzeit bietet die Wandelobligation das Recht, die Obligation in Aktien oder andere Beteiligungsrechte umzuwandeln. Somit stellt es danach Eigenkapital dar.
- b) Die Wandelobligation bieten für die Future SA die Möglichkeit, eine tiefere Verzinsung zu erhalten und den Ausgabepreis von neuen Aktien über dem Aktienpreis erhalten zu können.
- c) Die Wandelobligation untersteht nicht der Verrechnungssteuer, sofern diese im Ausland emittiert werden. Weiter können die Zinsen vom steuerbaren Gewinn abgezogen werden, was die Steuerlast reduzieren kann.

Aufgabe 10

- a) Subordinated Convertible Bond
- b) Zero Coupon Convertible Bond
- c) Mandatory Convertible Bond
- d) Pre IPO Convertible Bond

Aufgabe 11

- a) Die Wandelparität ist $= (102 + 1 \times 10\,000) / 200 = 51$ Aktien
- b) Das Wandelverhältnis, hier 50 Aktien je Nominalwert von 10 000 CHF, sagt aus, wie viele Aktien bei der Wandlung zugeteilt werden. Ab diesem Zeitpunkt wird man zu einem Aktionär anstelle des Obligationärs.

Aufgabe 12

- a) Investitionsgüterleasing
- b) Konsumgüterleasing
- c) Teilamortisationsleasing
- d) Sale-and-Lease-Back

Aufgabe 13

- a) Als Vorteile können genannt werden:
 - Leasing vermeidet die wirtschaftliche Bindung von Anlagevermögen. »Why own a cow, when milk is so cheap?«
 - Leasing schont im Vergleich zum Kauf die Liquidität.
 - Leasing entlastet das Bilanzbild und verbessert die Kennzahlen zur Liquidität und Kapitalstruktur, sofern der Leasingnehmer seinen Jahresabschluss nach dem Rechnungslegungsrecht erstellt.

- Investitionen können vorgenommen und genutzt werden, bevor hierfür die Mittel zur Finanzierung bereitgestellt werden mussten. Leasing arbeitet nach dem Motto »Pay as you earn«.
 - Leasing ermöglicht eine 100-%ige Objektfremdfinanzierung auf Vertragsbeginn.
- b) Die Vorteile sprechen für eine Anwendung des Leasings, da die Hugentobler die Fristenkongruenz einhalten kann, den Covenant nicht verletzt bzw. die Liquidität schonen kann. Wenn das Leasing als Finanzierungsleasing dargestellt wird, so ist eine Verletzung des Covenants zu prüfen.

Aufgabe 14

- a) Es liegt ein Finanzierungsleasing vor, da es sich um eine Art Spezialleasing handelt. Die Anwendung des operativen Leasings schliesst dies daher aus.
- b) Die Leasingverbindlichkeit ist die Höhe der Barwerte der Leasingraten, die sich wie folgt berechnet:

Dar. 70

Jahr	Leasingrate	Diskontierungssatz	Barwert der Leasingrate
1	1 500 000	1.05	1 428 571
2	1 500 000	1.10	1 360 544
3	1 500 000	1.16	1 295 756
4	1 500 000	1.22	1 234 054
5	1 500 000	1.28	1 175 289
Summe der Barwerte der Leasingraten			6 494 215

- c) Die Zins- und Amortisationsanteile berechnen sich wie folgt:

Dar. 71

Jahr	Leasingrate	Zinsen	Amortisation	Restschuld
0				6 494 215
1	1 500 000	324 711	1 175 289	5 318 926
2	1 500 000	265'946	1 234 054	4 084 872
3	1 500 000	204 244	1 295 756	2 789 116
4	1 500 000	139 456	1 360 544	1 428 571
5	1 500 000	71 429	1 428 571	0

Aufgabe 15

Dar. 72

Beschreibung der Venture Capital Phase	Fachbegriff für den Venture Capital-Phase	Numerische Wert für die Reihenfolge
Festlegung des Investorenkreises, der Eintrittsbewertung, der vermögensmässigen Vorzugsrechte, der Schutzrechte zu Gunsten der Investoren, der Exit-Modalitäten.	Deal Structuring	3
Führung und Überwachung spezifischer Regelungen zur Messung der Performance an klar festgelegten Zeitpunkten (Milestones).	Venture Capital Monitoring	4
Systematisches Eruiieren von finanzierungswürdigen Projekten, der Grobprüfung, bei positivem Ergebnis mit einem Letter of Intent, gefolgt von einer Due Dilligence	Screening	1
Betreuung des Unternehmens, insbesondere unter Berücksichtigung der Besonderheiten von Venture-Capital-finanzierten Unternehmen zur Regelung des Verhältnisses	Corporate Governance	5
Ermittlung des Wertes der Investition in ein Wagniskapital	Unternehmensbewertung	2
Ausstieg der Venture-Kapitalgeber	Exit	6

Aufgabe 16

- a) Trade Sale
- b) Diese Option verspricht für den Venture Capitalist eine höhere Rendite, umso wichtiger die Übernahme durch einen Mitbewerber ist. Der Vorteil liegt insbesondere darin, dass der Mitbewerber mehr bezahlen möchte und alle Aktien übernehmen möchte. Auch spielen die aktuelle Marktlage und der Businessplan eine wichtige Bedeutung.

Aufgabe 17

- a) Equity Kicker: Der Finanzierungsfonds kann sich anstelle von hohen Zinsen mit Aktien die Zinslast kompensieren.
- b) Die Müller AG kann damit die Liquidität schonen und erhöht dadurch ihre Eigenkapitalbasis, was sich positiv auf die Bonität auswirken kann.

Aufgabe 18

- a) Es ist sinnvoll, wenn eine Akquisitionsholding gegründet wird. So kann Sabrina Hilfiger ihre Aktien an die Holding veräußern, die den beiden Mitarbeitenden gehört. Anschliessend kann die Hilfiger AG regelmässig Dividenden ausschütten, die anschliessend steuerbegünstigt für die Rückzahlung der Darlehen verwendet werden können.
- b) Die beiden Mitarbeitenden verfügen über geringe Vermögenswerte. Daher ist ein Bankdarlehen nur in Bezug auf die Hilfiger AG möglich. Weiter besteht die Option, dass ein Verkäuferdarlehen gewährt wird. Oder eine externe Finanzierung in der Form von einem Private Equity Investment ist zu prüfen.
- c) Die Verkäuferin hat darauf zu achten, dass die Transaktion nicht als indirekte Teilliquidation umqualifiziert wird. Da nicht betriebsnotwendige Substanz in Form der Liegenschaft besteht, ist jeweils beim Jahresabschluss darauf zu achten, dass nur der jährlich festgelegte Jahresgewinn als Dividende herangezogen wird. Während fünf Jahren sollte nur der Jahresgewinn ausgeschüttet werden. In diesem Fall zieht dies keine Konsequenzen nach sich für Sabrina Hilfiger. Weiter ist das Darlehen der Verkäuferin marktgerecht zu verzinsen.

Aufgabe 19

- a) Management-Buy-Out
- b) Leveraged Management-Buy-Out
- c) Share Deal
- d) Asset Deal
- e) Debt Capacity

Aufgabe 20

- a) Verkauf an Dritte, Verkauf an Mitarbeitende (MBO), Fremdmanagement mit Familienkontroller oder familieninterne Nachfolge.
- b) Da es eigene Kinder gibt, die die Nachfolge antreten können und wollen, ist eine familieninterne Nachfolge zu präferieren. Es entspricht auch am besten mit dem primären Ziel von Max Grübler.

Aufgabe 21

- a) Trade Sale/direkter Verkauf
- b) Equity Carve-Out
- c) Spin-Off

Aufgabe 22

- a) Das Eigenkapital entspricht im Idealfall dem Eigenkapital (Konto Kapital) des Einzelunternehmens. Es ist zu beachten, dass sonst die Emissionsabgabe anfällt, sofern nach StG I die Limite von 1 Mio. CHF überschritten wird.
- b) Die Eröffnungsbilanz gestaltet sich wie folgt:

Dar. 73

Eröffnungsbilanz Huber AG 1.1. (alle Angaben in TCHF)

Flüssige Mittel	100	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	300
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	200	Passive Rechnungsabgrenzungen	100
Vorräte	300	Hypothek Liegenschaft	600
Mobilien	400	Aktionärsdarlehen	1 000
Liegenschaften	2 000	Aktienkapital	1 000

- c) Nach DBG 19 I ergeben sich keine Steuerfolgen, wenn folgende Voraussetzungen kumulativ erfüllt sind:
 - Fortbestand der Steuerpflicht in der Schweiz,
 - Übernahme der Einkommenssteuerwerte,
 - Übertrag von einem Einzelunternehmen auf eine juristische Person,
 - Veräußerungssperre während 5 Jahre (kein Verkauf über dem Nennwert),
 - Herr Huber und Herr Günter und die Huber AG hat keine Steuerfolgen zu befürchten, da die Tatbestände erfüllt sein (werden),
- d) Die Kollektivgesellschaft kann sich in eine Kommanditgesellschaft, Aktiengesellschaft, Kommandit-AG, GmbH oder eine Genossenschaft umwandeln.

Aufgabe 23

- a) Nein. Für die Umwandlung ist zentral, dass die Buchwerte (Einkommenssteuerwerte) übernommen werden und die Steuerpflicht fortbesteht. Nach DBG 19 kann in diesem Fall steuerneutral erfolgen. Daher ist der Unternehmenswert nicht relevant.
- b) Nein. Die stillen Reserven dürfen nach DBG 19 I nicht realisiert werden und müssen übertragen werden. Dann ergeben sich keine Steuerfolgen nach DBG 19 I.
- c) Die Umwandlung für ein Einzelunternehmen, dass im Handelsregister eingetragen ist, kann mit der Vermögensübertragung umgesetzt werden.
- d) Das Aktienkapital sollte nicht höher als 1 Mio. CHF angesetzt werden, da sonst die Emissionsabgabe von 1 % geschuldet ist. Es besteht eine Freigrenze nach StG 6 I. Die restlichen Beträge können auch als Aktionärsdarlehen geführt werden.
- e) Die Umwandlungsbilanz der Knaus AG stellt sich wie folgt dar:

Dar. 74**Eröffnungsbilanz Knaus AG 1.1. (alle Angaben in TCHF)**

Flüssige Mittel	200	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	800
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	300	Passive Rechnungsabgrenzungen	200
Vorräte	500	Hypothek Liegenschaft	2 000
Mobilien	1 000	Aktionärsdarlehen	1 000
Liegenschaften	3 000	Aktienkapital	1 000

Aufgabe 24

- a) Das Aktienkapital der Roger Mettler Immobilien AG muss aus 1000 Aktien bestehen für den Aktientausch von 1:1 zu ermöglichen. Daher beträgt das Aktienkapital $100 \text{ CHF} \times 1000 \text{ Aktien} = 100\,000 \text{ CHF}$.

Der Übertrag gestaltet sich wie folgt (in TCHF):

Wert Liegenschaft	8 000
Wert Hypothek	-7 000
Wert Aktienkapital	-100
= Agio	900

Das Agio wird den gesetzlichen Kapitalreserven zugewiesen.

Die Spaltungsbilanz der Roger Mettler Immobilien AG wie folgt aus:

Dar. 75**Eröffnungsbilanz Roger Mettler Immobilien AG (alle Angaben in TCHF)**

Liegenschaften	8 000	Hypothek Liegenschaft	7 000
		Aktienkapital	100
		Gesetzliche Kapitalreserven	900

- b) Das Aktienkapital wird um 100 000 CHF ergibt sich ein neues Aktienkapital von 400 000 CHF. Die Bilanz setzt sich wie folgt zusammen. Es ergeben sich folgende Veränderungen:

Wegfall der Liegenschaft	-8 000
Wegfall der Hypothek	+7 000

Reduktion Aktienkapital	+100
= Reservebelastung	-900

Daraus ergibt sich folgende Bilanz:

Dar. 76

Bilanz Roger Mettler AG (alle Angaben in TCHF)

Flüssige Mittel	200	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	800
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	300	Passive Rechnungsabgrenzung	200
Vorräte	500	Rückstellungen	500
Mobilien	1 000	Aktienkapital	400
		Gesetzliche Gewinnreserven	0
		Jahresgewinn	100

Aufgabe 25

a) Das Aktienkapital der Christina Tobler GmbH beläuft sich auf 400 000 CHF. Die flüssigen Mittel werden zur Hälfte verwendet und die Vorräte werden nicht übertragen. Die Werte setzen sich wie folgt zusammen:

Flüssige Mittel	+100
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	+300
Mobilien	+1 000
Liegenschaften	+8 000
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	-800
passive Rechnungsabgrenzung	-200
Hypotheken	-7 000
Rückstellungen	-500
Aktienkapital	-400
Überschuss	500

b) Der Überschuss stellen die gesetzliche Gewinnreserven dar. Allerdings ist auch der Jahresgewinn von 100 000 CHF noch zu berücksichtigen. Somit ergeben sich gesetzliche Gewinnreserven von 400 000 CHF.

Die Eröffnungsbilanz setzt sich wie folgt zusammen:

Dar. 77

Bilanz Christina Tobler GmbH (alle Angaben in TCHF)

Flüssige Mittel	100	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	800
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	300	Passive Rechnungsabgrenzung	200
Mobilien	1 000	Hypotheken	7 000
Liegenschaften	8 000	Rückstellungen	500
		Aktienkapital	400
		Gesetzliche Gewinnreserven	400
		Jahresgewinn	100

c) Das Aktienkapital der Tobler Digital GmbH beträgt 100 000 CHF. Die Werte für die Übertragung sind:

Flüssige Mittel	+100
Vorräte	+500
Aktienkapital	-100
Überschuss	500

d) Der Überschuss stellen den Restbetrag der gesetzlichen Gewinnreserven dar. Die Bilanz der Tobler Digital GmbH setzt sich wie folgt zusammen:

Dar. 78

Bilanz Tobler Digital GmbH (alle Angaben in TCHF)

Flüssige Mittel	100	Aktienkapital	100
Vorräte	500	Gesetzliche Gewinnreserven	500

Aufgabe 26

a) Die Bilanz der Feller AG sieht nach der Ausgliederung wie folgt aus, wobei die Beteiligung um den Nettowert von 600 000 CHF (400 000 + 500 000 – 300 000) der Ausgliederung erhöht wird:

Dar. 79**Bilanz Feller AG (alle Angaben in TCHF)**

Umlaufvermögen	3 600	Fremdkapital	3 700
Beteiligung A	1 600	Aktienkapital	1 000
Anlagevermögen	4 500	Gesetzliche Gewinnreserven	2 000
		Freiwillige Gewinnreserven	2 500
		Jahresgewinn	500

- b) Die Bilanz der Beteiligung A sieht wie folgt aus, wobei der Nettowert der Ausgliederung den gesetzlichen Kapitalreserven gutgeschrieben wird, da es um eine Sacheinlage handelt:

Dar. 80**Bilanz Beteiligung A AG (alle Angaben in TCHF)**

Umlaufvermögen	900	Fremdkapital	600
Anlagevermögen	1 000	Aktienkapital	100
		Gesetzliche Kapitalreserven	600
		Gesetzliche Gewinnreserven	400
		Jahresgewinn	200

Aufgabe 27

- a) B
- b) B
- c) A
- d) A
- e) C

Aufgabe 28

- a) $50 - 20 = 30$ Mio. €
- b) Wachstumsstrategie, Rationalisierung und Kostensenkungen, Asset Stripping, oder irrationale Gründe

Aufgabe 29

- a) Es kann eine wesentliche Schwierigkeit darstellen, weshalb eine Akquisition nicht effizient vollzogen werden kann. Wenn die Unternehmenskulturen sehr

unterschiedlich sind, kann die zu hohen Verlusten von Mitarbeitenden und Kunden führen.

- b) Eine Akquisition kann wie folgt definiert werden: Beteiligungen sind Anteile am Grundkapital anderer Gesellschaften, die in der Absicht einer dauernden Anlage gehalten werden und massgebenden Einfluss vermitteln.
- c) Die wesentlichen Phasen einer geplanten Akquisition kann wie folgt gegliedert werden:
 - (1) Festlegung des Anforderungsprofils
 - (2) Grobprüfung
 - (3) Due Diligence
 - (4) Transaktionsgestaltung
 - (5) Signing
 - (6) Vertragserfüllung und Closing

Aufgabe 30

- a) Die Kontrollprämie beträgt 40 % ($140 - 100/100 \times 100$). Es ist die Differenz über dem Börsenkurs.
- b) Wenn ein kotiertes Unternehmen übernommen werden soll, so sind die Meldepflichten nach der lokalen Gesetzgebung zu beachten. Auch ist in der Regel die Zustimmung einer Aufsichtsbehörde für eine Übernahme zu beachten. Es bedarf in gewissen Branchen auch einer Bewilligung der lokalen Behörde.

Aufgabe 31

- a) Eine Quasifusion ist eine Beteiligung einer juristischen Person an einer anderen Gesellschaft, indem sie die Aktienanteile erwerben und die Übernahme durch eine Aktienkapitalerhöhung finanzieren.
- b) In der Huber AG wird die Beteiligung im Wert von 5 Mio. CHF ausgewiesen und das Aktienkapital wird um 5 Mio. CHF erhöht. Die Buchung lautet vereinfacht: Beteiligung/Aktienkapital 5 Mio. CHF. Die Aktionäre der Kleiner AG erhalten Aktien Huber AG: Für eine Aktie der Kleiner AG erhalten sie Aktionäre eine Aktie der Huber AG.
- c) Die Kleiner AG existiert weiter als Tochtergesellschaft der Huber AG.

Aufgabe 32

- a) Down-Stream-Darlehen
- b) Es ist darauf zu achten, dass die Bedingungen der Finanzierung einem Drittvergleich entsprechen. Auch ist eine angemessene Entschädigung an die Muttergesellschaft sicherzustellen. Eine angemessene Entschädigung ist aus steuerrechtlichen Gründen massgeblich.

Aufgabe 33

- a) Der innere Wert wird durch eine Bewertung einer anerkannten Methode der Unternehmensbewertung vollzogen.
- b) Das Umtauschverhältnis richtet sich nach dem Unternehmenswert (innerer Wert) je Aktie:

A AG	10 000 000/1 000 = 10 000 CHF je Aktie
B AG	4 000 000/100 = 40 000 CHF je Aktie

- c) Das Umtauschverhältnis beträgt 4 : 1 (10 000 CHF : 40 000 CHF), sprich 4 Aktien der A AG für eine Aktie der B AG.
- d) Es bestehen 100 Aktien der B AG. Hierfür muss die A AG viermal mehr Aktien bereitstellen, sprich 4 x 100 = 400 Aktien. Der Nennwert der A AG beträgt je Aktie 1 000 CHF. Daher ist die Aktienkapitalerhöhung bei der A AG 400 000 CHF (1 000 CHF x 400 Aktien).
- e) Der Aktivenüberschuss beträgt:

Umlaufvermögen	3
Anlagevermögen	5
–Fremdkapital	–6
–Aktienkapitalerhöhung	–0.4
= Aktivenüberschuss	1.6

Die Bilanz der A AG beträgt wie folgt:

Dar. 81

Bilanz A AG (alle Angaben in Mio. CHF)

Umlaufvermögen	13	Fremdkapital	23
Anlagevermögen	15	Aktienkapital	1.4
		Gesetzliche Kapitalreserven	2.6
		Gesetzliche Gewinnreserven	1

Aufgabe 34

a) Das Umtauschverhältnis richtet sich nach dem inneren Wert je Aktie:

C AG $20\,000\,000/5\,000 = 4\,000$ CHF je Aktie

D AG $4\,500\,000/10\,000 = 450$ CHF je Aktie

- b) Das Umtauschverhältnis ist 1: 8.88 (4 000/450). Das heisst, für rund acht Aktien der D AG ist eine Aktie der C AG gleichwertig. Das heisst, für die Differenz von 0.88 bzw. 400 CHF je Aktie ist eine Ausgleichszahlung notwendig (4 000 – (8 x 450) = 400 CHF). Diese kann aus den Reserven der C AG erstattet werden. Die Ausgleichszahlung beträgt insgesamt 4 Mio. CHF (400 CHF x 10 000 Aktien).
- c) Die D AG hat 10 000 Aktien ausstehend. Die C AG muss also hierfür 2 000 Aktien bzw. eine Kapitalerhöhung von 800 000 CHF durchführen (2 000 Aktien x 400 CHF).
- d) Der Aktivenüberschuss ergibt sich wie folgt:

Umlaufvermögen	2
Anlagevermögen	8
–Fremdkapital	–1
–Aktienkapitalerhöhung	–0.8
–Ausgleichszahlung	–4.0
Aktivenüberschuss (Agio)	4.2

e) Die Bilanz der C AG gestaltet sich wie folgt:

Dar. 82**Bilanz C AG (alle Angaben in Mio. CHF)**

Umlaufvermögen	18*	Fremdkapital	36
Anlagevermögen	28	Aktienkapital	2.8
		Gesetzliche Kapitalreserven	6.2
		Gesetzliche Gewinnreserven	1

* 20 + 2 – 4

Aufgabe 35

a) Das Umtauschverhältnis beträgt wie folgt:

A AG $9\,000\,000\text{ CHF}/9\,000\text{ Aktien} = 1\,000$ CHF je Aktie

B AG $5\,000\,000\text{ CHF}/10\,000\text{ Aktien} = 500$ CHF je Aktie

Somit erhalten die Aktionäre der A AG 2 Aktien der AB AG und jene der B AG 1 Aktie der AB AG.

b) Das Aktienkapital bestimmt sich wie folgt:

A AG	2 Aktien x 9 000 Aktien =	18 000 Aktien
B AG	1 Aktie x 10 000 Aktien =	10 000 Aktien
Total		28 000 Aktien

Das Aktienkapital beträgt daher 28 Mio. CHF (28 000 Aktien x 1 000 CHF je Aktie).

c) Die Bilanz der AB AG gestaltet sich wie folgt, wobei sich der Aktivenüberschuss wie folgt errechnet:

Total Umlaufvermögen	30
Total Anlagevermögen	30
–Fremdkapital	–52
–Aktienkapital	–2.8
Aktivenüberschuss	5.2

Die Gewinnreserven können übernommen werden. Das Bilanzbild ist:

Dar. 83

Bilanz AB AG (alle Angaben in Mio. CHF)

Umlaufvermögen	30	Fremdkapital	52
Anlagevermögen	30	Aktienkapital	2.8
		Gesetzliche Kapitalreserven	3.2
		Gesetzliche Gewinnreserven	2

Aufgabe 36

a) Der Aktivenüberschuss der Z AG sieht wie folgt aus:

Umlaufvermögen	2
Anlagevermögen	2
–Fremdkapital	1
–Aktienkapitalerhöhung	1
= Aktivenüberschuss	2

Der Aktivenüberschuss wird den Kapitalreserven der V AG gutgeschrieben.

Die Bilanz der V AG sieht wie folgt aus:

Dar. 84

Bilanz V AG (alle Angaben in Mio. CHF)

Umlaufvermögen	7	Fremdkapital	7
Anlagevermögen	9	Aktienkapital	4
		Gesetzliche Kapitalreserven	4
		Gesetzliche Gewinnreserven	1

- b) Ein Fusionsdisagio stellt einen Mehrwert dar, der aktiviert und abgeschrieben werden kann. Es ist aber umstritten, da dies eine Unter-Pari-Emission beim Aktienkapital darstellen würde, was nach Lehrmeinungen sehr umstritten ist.

Aufgabe 37

- a) Ja. Die Aktiven von 950 decken das Fremdkapital von 1 000 nicht mehr. Oder der Verlustvortrag überwiegt das vorhandene Eigenkapital um 50.
- b) Ja. Die Hälfte des Aktienkapitals ist nicht mehr gedeckt. Ein Kapitalverlust ist immer auch dann gegeben, wenn bereits der Umstand einer Überschuldung gegeben ist.
- c) Da eine Überschuldung vorliegt, sind Sanierungsmassnahmen zu beschliessen. Allenfalls kann ein Rangrücktritt beschlossen werden. Als ultimo ratio bleibt im Extremfall nur noch der Gang zum Konkursrichter, wenn keine Aussicht auf Besserung besteht.

Aufgabe 38

- a) Es liegt eine Überschuldung vor, da der Verlustvortrag grösser ist als das Eigenkapital bzw. das Fremdkapital grösser ist als die Aktiven.
- b) Durch die Auflösung der stillen Reserven wird der Verlustvortrag fast vollständig aufgelöst. Dies führt zu einer verdeckten Unterbilanz nach Auflösung der stillen Reserven. Folgende Schritte sind zu vollziehen:
- (1) Ausgangslage

Aktiven 400	Fremdkapital 500
Verlustvortrag 600	Eigenkapital 500

(2) Auflösung stille Reserven

Aktiven 900	Fremdkapital 500
Verlustvortrag 600	Eigenkapital 500
	Gewinn 500

(3) Verrechnung Gewinn mit Verlustvortrag

Aktiven 900	Fremdkapital 500
Verlustvortrag 100	Eigenkapital 500

Aufgabe 39

a) Die Sanierungsbuchungen lauten:

- (1) Verbindlichkeiten aus L&L/Sanierungskonto 225
- (2) Verbindlichkeiten aus L&L/Sanierungskonto 1 120
- (3) Obligationsanleihe/Aktienkapital 1 000
- (4) Vorräte/Sanierungskonto 660 ($1\,320/2 = 660$)
- (5) Rückstellungen/Sanierungskonto 900 ($970 \times 92,8\% = 900$)
- (6) Immobilien/Aufwertungsreserve 480
Aufwertungsreserve/Sanierungskonto 480
- (7) Aktienkapital/Sanierungskonto 50
Flüssige Mittel/Sanierungskonto 200

Der Saldo des Sanierungskonto beträgt vor der Verlustvortragsverrechnung 3 635:

- (8) Sanierungskonto/Verlustvortrag 1 740
Sanierungskonto/freie Reserven 1 895
- b) Das Sanierungskonto sieht wie folgt aus. Die Erträge im Sanierungskonto sind: 225, 1 120, 660, 900, 480, 50, 200. Die Sanierungsaufwendungen sind: 1 740 (Verlustvortrag). Die führt zu einem Saldo von 1895 (Saldoüberhang)
- c) Der Sanierungsgewinn beträgt somit 1 895. Es stellt den Übertrag auf die freien Reserven dar.
- d) Der Verlustvortrag ist durch die Sanierungserträge vollständig gedeckt und eliminiert worden.
- e) Die Bilanz nach den Sanierungsmassnahmen sieht wie folgt aus:

Flüssige Mittel	630	Verbindlichkeiten aus L&L	775
Forderungen aus L&L	1 420	Obligationenanleihe	1 500
Vorräte	1 980	Rückstellungen	70
Mobilien	320	Aktienkapital	1 050
Immobilien	1 000	Gesetzliche Reserven	50
Verlustvortrag	0	Jahresgewinn	10
		Freie Reserven	1 895
Aktiven	5 350	Passiven	5 350

f) Die unechten Sanierungsgewinn setzen sich aus folgenden Buchungen zusammen:

(6) 50 TCHF	Kapitalherabsetzung
(6) 200 TCHF	à-fonds-perdu-Beiträge
Total 250 TCHF	

Dieser Betrag ist steuerrechtlich nicht vollzogen worden bzw. ist nicht zu versteuern. Da jedoch die echten Sanierungsbeiträge den Verlustvortrag bereits beseitigt haben, können die 250 TCHF vom steuerbaren Sanierungsgewinn/-ertrag abgezogen werden.

Aufgabe 40

- Da der Verlustvortrag grösser ist als das Eigenkapital, liegt eine Überschuldung vor. Mit anderen Worten ist das Fremdkapital grösser als die Aktiven.
- Der Verlustvortrag beträgt 600 TCHF. Die Sanierungserträge betragen insgesamt 700 TCHF. Da jedoch nur 500 TCHF echte Sanierungserträge sind durch Dritte, können die Beiträge von den Gesellschaftern in der Höhe von 200 TCHF stehen gelassen werden. Das heisst, es kann ein Verlustvortrag von 100 TCHF (= 600 – 500) belassen werden. Dieser kann mit künftigen Gewinnen verrechnet werden, was die künftige Gewinnsteuerbelastung reduziert. Allerdings muss mit den Steuerbehörden über die Zulässigkeit dieser gemischten Verrechnung verhandelt werden.

Aufgabe 41

- Für Aufwertungen sind entsprechende Reserven zu bilden.

Immobilien/ausserordentlicher Ertrag	100 TCHF
Immobilien/Aufwertungsreserven	100 TCHF

- Nein. Eine direkte Verrechnung mit dem Verlustvortrag nach OR 725c III ist untersagt, da eine Spezialreserve gebildet werden muss. Eine Praxislösung ist es oft, wenn die Aufwertungsreserve zu einer Erhöhung des Aktienkapitals führt und anschliessend mit dem Verlustvortrag verrechnet wird, d. h., eine zeitnahe Kapitalreduktion beschlossen wird.
- Die Massnahme verbessert die liquide Situation des Unternehmens nicht. Die Aufwertungsreserve verbessert nur die Kapitalstruktur. Die Schulz AG benötigt daher eine Einlage durch die Gesellschafter und neues Fremdkapital.

Aufgabe 42

a) Es sind folgende Sanierungsbuchungen zu erfassen:

- (1) Flüssige Mittel/Sanierung 250
- (2) Aktienkapital/Sanierung 125
- (3) Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung/Sanierung 100
- (4) Sanierung/Flüssige Mittel 50
- (5) Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung/Aktienkapital 50
- (6) Flüssige Mittel/Passivdarlehen 150
- (7) Darlehen/Sanierung 50

Die Ausgabe von Genussscheinen bleibt ohne eine entsprechende Verbuchung.
Die Ausgabe wird in der Regel im Anhang dargelegt.

- (8) Rückstellungen/ausserordentlicher Ertrag 70
- (9) Aktiven/Sanierung 240
Sanierung/Steuerrückstellungen 60
- (10) Aktiven/Aktienkapital 100

b) Der Saldo des Sanierungskontos beträgt 655 TCHF. Die Buchungen (1) und (2) sind Sanierungsbeiträge durch die Gesellschafter. Dies sind unechte Sanierungsgewinne, da sie von Eigentümern erbracht worden sind. Daher sind die Beträge von den aufgeführten Buchungen zu addieren, was eine Summe von unechten Sanierungserträgen von 375 TCHF ergibt. 280 TCHF stellen somit echte Sanierungsgewinne dar. Die echten Sanierungsgewinne können in der Steuerbilanz für die Verwendung des Verlustvortrags verwendet werden, was zu einem Verlustvortrag von 470 TCHF führt. Allerdings muss mit den Steuerbehörden über die Zulässigkeit dieser gemischten Verrechnung verhandelt werden.

c) Der Saldo des Sanierungskontos beträgt 655 TCHF. Da der Verlustvortrag 750 TCHF beträgt, bleibt aus handelsrechtlicher Sicht ein Saldo beim Verlustvortrag von 95 TCHF bestehen.

Aufgabe 43

a) Alle Massnahmen haben einen positiven Effekt auf die Reduktion des Verlustvortrags. Die Massnahme (6) hat jedoch nur einen begrenzten Effekt zur Reduktion des Verlustvortrags, da die Schuld und die Aktiven um einen identischen Betrag reduziert werden. Auch die Massnahme (7) hat nur einen bedingt positiven Effekt, da die nächsten drei Jahre keine Fremdkapitalzinsen bezahlt werden müssen. Das Eigenkapital wird durch die Massnahmen (2), (3), (5), (6) sowie (10) verbessert, da sie einen positiven Effekt auf das Eigenkapital haben. Die Auflösung von stillen Reserven hat eine Erhöhung des Eigenkapitals zur Folge. Die

flüssigen Mittel werden einzig durch die Massnahmen (5), (7) und (8) positiv beeinflusst.

- b) Wenn die dringendste Problematik die Erhöhung der flüssigen Mittel ist, müssten mehr Massnahmen beschlossen werden, welche dazu führen. Die Hälfte der Massnahmen sind zur Beseitigung des Verlustvortrags angedacht, führen aber nicht zu einer Erhöhung der flüssigen Mittel. Die Sicherung der Zahlungsfähigkeit ist kurzfristig viel bedeutender als die Beseitigung des Verlustvortrags der Heinrich GmbH. Daher ist das Potenzial der Sanierungsmassnahmen noch nicht vollständig ausgeschöpft für die gegenwärtige Problematik.

Aufgabe 44

- a) Die Aktiven belaufen sich auf 3 600. Das Fremdkapital beträgt insgesamt 4 400. Die Nettoaktiven betragen somit -800 (3 600 - 4 400). Es liegt somit eine Überschuldung nach OR 725 ff. vor.
- b) Die Sanierungsbuchungen lauten:

Reduktion Aktienkapital auf null	Aktienkapital/Sanierungskonto	100 000
Erhöhung Aktienkapital	Flüssige Mittel/Sanierungskonto	500 000
	Sanierungskonto/Aktienkapital	500 000
Verzicht Aktionärsdarlehen	Aktionärsdarlehen/Sanierungskonto	1 000 000

- c) Der Saldo des Kontos Sanierung beläuft sich auf 1.1 Mio. CHF. Daher lautet die letzten Buchungen für den Verlustausgleich:

Verlustausgleich	Sanierungskonto/Bilanzverlust	1 000 000
	Sanierungskonto/Kapitalreserven	100 000

Die Bilanz nach der Sanierung setzt sich wie folgt zusammen:

Dar. 85

Rüber AG (alle Angaben in TCHF, Kurzbilanz)

Flüssige Mittel	600	Verbindlichkeiten L&L	200
Forderungen L&L	300	Kurzfristiges Bankdarlehen	400
Vorräte	200	Übriges Fremdkapital	300
Sachanlagen	1 000	Langfristiges Bankdarlehen	1 000
Liegenschaften	2 000	Aktionärsdarlehen	1 500
		Aktienkapital	500

Gesetzliche Gewinnreserven	100
Gesetzliche Kapitalreserven	100

- d) Es liegen unechte Sanierungserträge vor, da die Gläubiger nicht an den Erfolg der Sanierung glauben und daher vollständig auf eine Teilnahme verzichten.
- e) Die Eigenkapitalausstattung hat sich deutlich verbessert, ist aber wohl immer noch knapp. Auch die Liquidität hat sich verbessert, aber mittelfristig ist es wichtig, dass die Rüber AG aus eigener Kraft Liquidität erwirtschaften kann.

Aufgabe 45

- a) Die Vermögenswerte (Bilanzsumme) weist eine Summe von 3 700 TCHF auf. Das Fremdkapital beträgt 4 300 TCHF, somit liegt eine Überschuldung vor, da das Nettovermögen -600 TCHF beträgt.
- b) Die Sanierungsbuchungen lauten:

Reduktion Bankdarlehen	Langfristiges Bankdarlehen/Sanierung	100
Reduktion VLL	Verbindlichkeiten VLL/Sanierung	100
Reduktion Privatdarlehen	Privatdarlehen/Sanierung	200
Umwandlung in Aktienkapital	Privatdarlehen/Aktienkapital	300
Reduktion Aktienkapital	Aktienkapital/Sanierung	100
Erhöhung Aktienkapital	Flüssige Mittel/Aktienkapital	200
Verrechnung Gewinnreserven	Gewinnreserven/Sanierung	100
Verrechnung Verlust	Sanierung/Jahresverlust	800
Vortrag	Jahresverlust/Verlustvortrag	200

- c) Die Bilanz sieht nach den Sanierungsbuchungen wie folgt aus:

Dar. 86

Schlutter AG (alle Angaben in TCHF, Kurzbilanz)

Flüssige Mittel	250	Verbindlichkeiten L&L	100
Forderungen L&L	200	Kurzfristiges Bankdarlehen	200
Vorräte	100	Übriges Fremdkapital	500
Sachanlagen	250	Langfristiges Bankdarlehen	1 300
Beteiligungen	3 100	Privates Darlehen	1 500
		Aktienkapital	500
		Gesetzliche Gewinnreserven	0
		Bilanzverlust	-200

- d) Die Sanierungsmassnahmen sind insgesamt noch nicht ausreichend. Das Eigenkapital konnte verbessert werden, jedoch wird immer noch ein Verlustvortrag ausgewiesen, der mit künftigen Gewinnen oder weiteren Sanierungsmassnahmen reduziert werden muss. Die Liquiditätssituation ist ebenfalls immer noch angespannt, da der Geldfluss aus Betriebstätigkeit in der Vergangenheit negativ gewesen ist.

Aufgabe 46

- a) Die Massnahmen sind aus betriebswirtschaftlicher Sicht sinnvoll. Die Prekuro Holding AG weist eine hohe Liquidität auf, womit es als Holding sinnvoll ist, die Mittel entweder zu investieren oder auszuschütten. Der gewählte Weg der Ausschüttung führt dazu, dass das Eigenkapital verringert wird. Es ist zu beachten, dass künftige Verluste dadurch auf Stufe der Holding ein geringeres Volumen für die Kompensation haben.
- b) Die Steuerfolgen für die Prekuro Holding AG ist, dass die Verrechnungssteuer erhoben und abgeliefert werden muss. Je Aktie ergibt sich folgendes Bild:

Rückkaufspreis	3 000 CHF
Nennwert	1 500 CHF
Kapitalreserven je Aktie	1 000 CHF
steuerbare für die Verrechnungssteuer	500 CHF

- c) Auf den 500 CHF ist die Verrechnungssteuer von 35 % geschuldet (175 CHF je Aktie). Für die beiden Aktionäre bildet die 500 CHF steuerbaren Vermögensertrag und bei korrekter Deklaration kann die Verrechnungssteuer zurückgefordert werden.

- d) Die Bilanz gestaltet sich wie folgt nach den geplanten Transaktionen:

Dar. 87

Prekuro AG (alle Angaben in TCHF, Kurzbilanz)

Flüssige Mittel	500	Verbindlichkeiten L&L	100
Beteiligungen	4 000	Übriges Fremdkapital	400
		Aktienkapital	1 000
		Gesetzliche Kapitalreserven	500
		Gesetzliche Gewinnreserven	1 500
		Jahresgewinn	1 000

- e) Ja. Dies kann auch in Form einer Sachdividende oder als Gegenstand für die Ausschüttung verwendet werden. Zu beachten ist, dass steuerrechtlich jeweils der Verkehrswert beachtet werden muss.

Aufgabe 47

- a) Die Korrekturbuchungen lauten:

Warenaufwand/Vorräte	200 000
Abschreibungen/Sachanlagen	200 000
Abschreibungen/Liegenschaften	100 000
Rückstellungsaufwand/Rückstellungen	400 000

- b) Dies führt insgesamt zu einer Korrektur in der Höhe von 900 000 CHF (Liquidationsverlust aus Bewertungsanpassungen).

Die Bilanz sieht nach den Bilanzkorrekturen wie folgt aus:

Dar. 88

Knaus AG (alle Angaben in TCHF, Kurzbilanz)

Flüssige Mittel	100	Verbindlichkeiten L&L	300
Forderungen L&L	300	Kurzfristiges Bankdarlehen	500
Vorräte	300	Übriges Fremdkapital	500
		Hypotheken	3 000
Sachanlagen	800	Rückstellungen	600
Liegenschaften	4 900	Aktionärsdarlehen	2 000
		Aktienkapital	100
		Gesetzliche Gewinnreserven	100
		Jahresgewinn	-700

- c) Es bestehen Vermögenswerte in der Höhe von 6.4 Mio. CHF nach den Bewertungskorrekturen. In der Annahme, dass diese liquidiert bzw. verkauft werden können, sind primär die Schulden zu bezahlen. Das Fremdkapital beträgt 6.9 Mio. CHF. Im Fremdkapital ist ein Aktionärsdarlehen von 2 Mio. CHF inkludiert. Das heisst, das effektive Fremdkapital beträgt 4.9 Mio. CHF. Daher muss der Aktionär beim Darlehen auf 0.5 Mio. CHF verzichten. Der Liquidationsgewinn ist daher null.

Aufgabe 48

I.	B	VI.	C
II.	C	VII.	C
III.	A	VIII.	A
IV.	A	IX.	C
V.	A	X.	A

Aufgabe 49

a) Der Gewinn nach Steuern berechnet sich wie folgt:

EBIT	400	10 % x 2 000
-Zinsaufwand	-200	-200
Gewinn vor Steuern	200	
-Steueraufwand	-40	20 % x 200
Gewinn nach Steuern	160	

Der Unternehmensgewinn berechnet sich wie folgt: $160/0.2 = 800$. Die Differenz zum Eigenkapital von 500 stellt einen immateriellen Vermögenswert dar (Goodwill).

b) In einem ersten Schritt ist der NOPAT zu berechnen:

EBIT	400	
-Gewinnsteuern	-80	400 x 20 %
NOPAT	320	

In einem zweiten Schritt ist der Unternehmenswert zu berechnen, wobei die verzinslichen Finanzverbindlichkeiten abzuziehen sind (gerundet):
 $320/0.1142 = 2\,800 - 2\,000 = 800$

Aufgabe 50

- a) der nachhaltige Gewinn und ein Kapitalisierungssatz
 b) Der Wert errechnet sich wie folgt: $150\,000/0.12 = 1\,250\,000$ CHF

Aufgabe 51

- a) ROIC, WACC, investierte Kapital

- b) Der ROIC berechnet sich wie folgt:
 $(20\,000 + 5\,000) / 1\,200\,000 \times 100 = 2\%$
 Die Überrendite ist negativ und beträgt -8% ($2\% - 10\%$).
- c) Der EVA beträgt: $-8\% \times 1\,200\,000 = -24\,000$ CHF

Aufgabe 52

- a) Wachstumsquote, Diskontierungssatz/Kapitalkosten/Herleitung Free Cashflow/
 Höhe Restwert
- b) Der Wert nach der DCF-Methode errechnet sich wie folgt:

Dar. 89

Grösse	Jahr +1	Jahr +2	Jahr +3	Jahr +4	Jahr +5
Operativer Cashflow	20	30	40	50	60
Investiver Cashflow	-10	-20	-10	-30	-20
Freecashflow	10	10	30	20	40
Restwert					510
Diskontierungsfaktor	1.1	1.21	1.331	1.4641	1.61051
Barwert Freecashflow	9.0909091	8.2644628	22.539444	13.660269	341.5067277
Summe der Barwerte					395.0618127

- Zum Wert von 395 Mio. CHF sind die nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte von 300 abzüglich der Hypotheken in der Höhe von 200 zu berücksichtigen. Dies ergibt einen Unternehmenswert von 495 Mio. CHF.
- c) Der Restwert entspricht in der Regel ungefähr 80 % des gesamten Unternehmenswertes. Daher sind nur minime Anpassungen sehr bedeutend. Zudem ist die Unsicherheit für die ewige Rente ungleich schwer zu beurteilen und zu analysieren.
- d) Da die DCF-Methode in die Zukunft ausgerichtet ist, bildet sie ein Geschäftsmodell besser ab als die übrigen Unternehmensbewertungsmethoden. Zudem stellt sie den Free Cashflow in den Zentrum, die primär auf die Liquidität ausgerichtet ist.

Aufgabe 53

Der Unternehmenswert wird wie folgt berechnet, welcher sich auf ca. 159 Mio. CHF beläuft:

Dar. 90

Grösse	Jahr +1	Jahr +2	Jahr +3	Jahr +4	
Free Cashflow	40	50	50	60	
Diskontierungssatz	1.1	1.21	1.331	1.4641	
Barwert Free Cashflow	36.36363636	41.32231405	37.56574005	40.9808732	156.2325
Tax Shield		1	1	1	
Diskontierungsfaktor Tax Shield		1.1025	1.157625	1.21550625	
Barwert Tax Shield		0.907029478	0.863837599	0.822702475	2.59356955
Unternehmenswert APV					158.826067

Aufgabe 54

- a) Umsatz $1.2 \times 100 = 120$ Mio. CHF
 EBITDA $4.5 \times 30 = 135$ Mio. CHF
 EBIT $6.0 \times 20 = 120$ Mio. CHF
 Der Marktwert liegt in der Bandbreite diese Marktwerte zwischen 120 und 135 Mio. CHF, wenn diese Vergleichskennzahlen verlässlich sind.
- b) Die Schwierigkeit liegt in den fehlenden Vergleichsdaten. Viele privat gehaltene Unternehmen weisen ihre Jahresabschlüsse (bereinigte, ohne stille Reserven) nicht aus, was eine Vergleichbarkeit verunmöglicht bzw. erschwert. Aufgrund der fehlenden Werte sind Vergleichsrechnungen kaum möglich.

Aufgabe 55

- a) Der Preis ist angemessen, da das arithmetische Mittel der Vergleichsunternehmen sich auf 440 Mio. CHF beläuft und der Wert der Future SA ca. 462 Mio. CHF beträgt ($420 \times 1.10 = 462$ Mio. EUR).
- b) Die Frage der Vergleichbarkeit ist schwierig zu gewährleisten. Die Unternehmen weisen unterschiedliche Business Modelle, Strukturen und Finanzierungsverhältnisse auf, was die Vergleichbarkeit stark einschränkt.

Aufgabe 56

- a) Der Substanzwert entspricht dem Nettoaktiven. Das heisst, das Eigenkapital entspricht den Nettoaktiven in der Höhe von 2.5 Mio. CHF. Zusätzlich sind die stillen Reserven zu addieren in der Höhe von 4.0 Mio. CHF, was einen Substanzwert von 6.5 Mio. CHF ergibt.

- b) In diesem Fall betragen die stille Reserven 3.2 Mio. CHF ($4.0 \times (1 - 0.2)$). Dies ergibt einen Substanzwert von 5.7 Mio. CHF.
- c) Das Aktionärsdarlehen ist faktisch Eigenkapital, daher sollte dieser Wert dem Substanzwert hinzugerechnet werden. Dies ergibt dann einen Wert von 7.3 Mio. CHF. ($6.5 + 0.8$).

Aufgabe 57

- a) 2 Mio. CHF
- b) $0.2 \text{ Mio. CHF} / 0.08 = 2.5 \text{ Mio. CHF}$
- c) $((2) + (2 \times 2.5)) / 3 = 2.33 \text{ Mio. CHF}$

Aufgabe 58

- a) Der Unternehmenswert nach der Übergewinnmethode beträgt: $(1.5 + 0.5) + (((0.3 - (0.1 \times 2.0)) / 0.08) = 2 + (0.1 / 0.08) = 2 + 1.25 = 3.25 \text{ Mio. CHF}$.

Aufgabe 59

- a) Die Nettoaktiven berechnen sich wie folgt:

Vorräte	150
Übrige Vermögenswerte	20
Sachanlagen	300
Immaterielle Vermögenswerte	200
Finanzverbindlichkeiten	-100
Andere Verbindlichkeiten	-20
Latente Steuerverbindlichkeiten	-200
Nettoaktiven	350

- b) Der Goodwill ist die Differenz zwischen Kaufpreis und Nettoaktiven, sprich $1000 - 350 = 650 \text{ Mio. CHF}$. Der Goodwill ist der Mehrpreis für die Übernahme eines Unternehmens im Zeitpunkt des Erwerbs.
- c) Eine Neubewertung im Zeitpunkt der Übernahme deckt die stillen Reserven in einem Unternehmen auf. Daher ist dies nicht das gleiche Ergebnis wie bei einer Unternehmensbewertung, bei welcher andere Parameter einen Einfluss auf den Unternehmenswert haben.

Stichwortverzeichnis

A

Abbaubetriebe 355
Absorptionsfusion 254
Abspaltung 170
Akquisitionsprozess 196
Aktienmantel 359
Aktionärsdarlehen 43
Akzelerationsklausel 98
anierungskonto 335
Anlagewert (Investment Value) 75
Annuität des Leasinggeschäfts 119
APV-Methode 384
Arbitriumswert 367
Argumentationswert 367
Asset Backed Securities (ABS) 85
Asset Deal 136
Asset Stripping 186
Auffangesellschaft 310
Auflösung 357
Aufspaltung 170
Auktionsverfahren 196
Ausschließlichkeitsklausel 25

B

Bankenpool 292
Basiszinssatz 31
Belehnungssätze 49
Besserungsschein 321
Best Price Rule 212
Best-Owner-Prinzip 173
Bestellerkredit (Buyer's Credit) 52
Beta 382
Beteiligungen 193
Betriebskostenzuschlag 31
Bewertungsanlässe 366
Bilanzbereinigung 282
Bilanzdeponierung 286
Bilanzverlust 282

Blankokredit 24
Bond Floor 97
Bond Purchase Agreement 59
Bookbuilding 59
Bridge Loan 205
Brutto- oder Gesamtkapitalmethode 374
Bullet Bond 68
Bürgschaftskredit 27
Business Angels 127
Buyback 132

C

Callable Bond 68
Cash Pooling 247
Cash-Free-Klausel 200
Change-of-Control-Klausel 73
Clean-up-Klausel 99
Commerical Papers (CP) 35
Competitive Bidding 57
Conditions Precedents 203
Convenants 25
Converter 249
Convertible Bond 122
Covenants 74
Cross Border Leasing 112
Cross-Default-Klausel 73
Cross-Stream-Darlehen 246
Crowddonating 103
Crowdfunding 103
Crowdlending 103
Crowdsupporting 103

D

Darlehen 39
Darlehen (fester Vorschuss) 33
Darlehen mit Rangrücktritt 42
DCF-Methode 380

Deal Breakers 198
Debt Capacity 29
Debt Equity Swap 306
Debt-Equity-Kontinuum 37
Debt-Free-Klausel 200
Default-Klausel 73
DefaultKlausel 70
Dekotierung 279
Delisting 278
Delta Hedging 102
Desinvestition 173
Direktplatzierung 58
Discount Bonds 65
Dividendendiscount-Methode 385
Doppelgesellschaft 228
Double Dip 249
Down-Stream-Darlehen 245
Due Diligence 198
Duration 79
Durchschnittlicher Kapitalkostensatz
(WACC) 382
Dyssynergien 197

E

Early-Stage-Finanzierung 130
Earn-out-Verfahren 201
Economies of Scales 185
Economies of Scope 185
Effektiver Jahreszins 21
Eigenkapitalkosten 372
Eigenkapitalpolitik 338
Eigenkapitalrückzahlung 337-idx0326|337
Eigenmittelkosten 31
Einlagekonten 47
Elastizität 81
Emission 56
Emissionskosten 86
Entity Approach 374
Entscheidungswert 367
Equity Approach 374
Equity Carve-out 176
Equity Kicker 124
Ertragsmethode 379
EVA-Methode 379
Expansions-Stage-Finanzierung 130
Exportfinanzierung 52
Exportrisikoversicherung 52

F

Festhypotheken 50
Festpreisverfahren 344
Festübernahme 58
Finanzholding 239
Finanzierungsleasing 118
Finanzierungspotenzial 29
Finanzinvestoren 141
Floater 63
Flow-to-Equity-Methode 385
Forfaitierung 35, 53
Fortführungswert 389
Free Cashflow 380
Fremdkapital 19
Fremdkapitalkostensatz 372
Fremdplatzierung 58
Funding-Obligationen 84
Fusion 142, 253
Fusionsdisagio 271
Fusionsgewinn 272

G

Gedekte Darlehen 39
Geldmarktbuchforderung 35
Genussschein 321
Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC) 372
Gläubigerversammlung 314
Gleichordnungskonzern 235
Globalzession 27
Going Private 278
Goodwill 388
Goodwillrentendauermethode 392
Greenmailing 221
Grundpfandverschreibung 49
Grundsätze der ordnungsmässigen Unter-
nehmensbewertung 365

H

Heimfallbetriebe 356
High Yield Debt 122
Hockey-Stick-Planung 369
Holländisches Verfahren 344
Horizontale Zusammenschlüsse 184
Hypothekendarlehen 49

I

Immobilienbewertung 412
 Income Bonds 82
 Indexanleihe 82
 Initial Public Offering (IPO) 131
 Interessengemeinschaft (IG) 191
 Investment Grade 76
 Investment Value 95

J

Joint Venture 228
 Jumbo-Anleihen 79
 Junior Debt 154

K

Kapitaleinlagerückzahlung 342
 Kapitalschnitt (Haircut) 300
 Kapitalverlust 284
 Kartell 191
 Kaufpreisfinanzierung 154
 Kautionskredit 35
 Keep Well Agreement 75
 Kollektivversicherung 50
 Kombinationsfusion 255
 Kommunalleasing 112
 Konglomerale Zusammenschlüsse 185
 Konglomeratskonzern 236
 Konsortium 191
 Kontokorrentkredit 24
 Kontrollprämie 208, 383
 Kontrollprinzip 234
 Konversionsaktien 102
 Konzentration 184
 Konzern 234
 Konzern mit Holdingstruktur 239
 Konzern mit Stammhausstruktur 238
 Konzernarten 235
 Konzernfinanzierung 14, 244
 Konzernverschachtelung 238
 Kooperation 184
 Kreditlimit 39
 Kundenanzahlungen 22
 Kundenration 28
 Kurspflege 346
 Kursstützung 345

L

Leasing 109
 Legal Entity 234
 Leitungsprinzip 234
 Letter of Intent 267
 Letter of Intent (LOI) 197
 Leverage 249
 Leverage Management-Buy-out
 (LMBO) 149
 Lieferantenkredit 21, 52
 Liquidation 355
 Liquidationseröffnungsbilanz 358
 Liquidationsgewinn 361
 Liquidationswert 390
 Liquiditätskrise 292
 Lock-up-Klauseln 221
 Lombardkredit 27

M

M&A-Abwehrstrategien 223
 Make-or-Buy-Entscheid 186
 Management-Buy-in (MBI) 142, 149
 Management-Buy-out (MBO) 141, 149
 Managementholding 239
 Mandatory Convertible Securities
 (MCS) 92
 Marktindizes 79
 Marktwertmethode 386
 Meldepflichten 209
 Merger Arbitrage 200
 Merger of Equals 255
 Mergers & Acquisitions (M&A)
 A) 183
 Mezzanine Capital 121
 Mittelwertmethode 390
 Multicurrency Loan Agreement 25
 Multiplikatorenmethode 387
 Mündelsicherheit 79

N

Nachhaltige Finanzierung 107
 Nachlassverfahren 309
 Nachlassvertrag 308
 Nachrangige Anleihen 85
 Negative Pledge 72
 Negativklausel 25, 72
 Nennwertrückzahlung 342

Net Operating Profit After Taxes
(NOPAT) 374
Netto- oder Eigenkapitalmethode 374
Notes 48

O

Obligationenanleihen 54
Öffentliches Kaufangebot 209
Operating-Leasing 117
Opting-out-Klausel 210
Opting-up 211
Optionsanleihe 122
Organschaft 249

P

Paketzuschlag 383
Parallelaktiengesellschaft 229
Pari-Passu-Klausel 25, 72
Partiarische Darlehen 42
Pay-in kind bonds (PIK) 84
Payment in Kind Securities (PIK) 124
Pensionskassen 50
Pflichtlagerwechsel 34
Pflichtwandelanleihen 92
Praktikermethode 391
Pre IPO Convertibles 94
Preferred Pool Shares (PREPS) 123
Preferred Stock 122
Preisbildung 75
Primärmarkt 57
Private Equity 141
Privatplatzierung 57
Purchase Price Allocation 389
Put-Option 89

R

Rahmenkreditvertrag 53
Rangrücktritt 297
Rangrücktrittsvereinbarung 299
Rating 76
Renditekennzahlen 79
Renditespread 79
Reopening- oder Aufstockungsklausel 79
Resettable Convertibles 12, 94
Residualwert 381
Reverse Floater 65

Reverse Takeover 356
Right of Use Approach 119
Risikokosten 31
Rückwärtsintegration 184
Rückzahlung 67
Rumpfgesellschaft 227

S

Sachwalter 314
Saisonkredit 24
Sale and Lease Back 112
Sanierung 282
Sanierungsfähigkeit 288
Sanierungsfusion 324
Sanierungsgenusschein 321
Sanierungswürdigkeit 288
Schuldbrief 49
Schuldenruf 314
Secondary Sale 132
Sekundärmarkt 57
Selbstemission 61
Senior Debt 154
Sensitivitätsanalyse 396
Share Deal 137, 150
Share-Maintenance-Klausel 74
Sicherheiten 71
Singularsukzession 136
Sneak Attack 209
Sneak Tactics 211
Soft-Call-Klausel 99
Spaltung 169
Special Purpose Vehicle (SPV) 86
Speculative Grade 76
Sperrminorität 194
Spin-off 176
Spitzenausgleich 260
Split Accounting 91
Squeeze-out-Verfahren 279
Staffelanleihe 67
Stand-alone-Wert 369
Steuereffekt (Tax Shield) 374
Stille Beteiligung 124
Straight Bonds 62
Strategische Holding 239
Stundun 317
Stundungsvergleich 310
Subordinated Convertible Bond 12, 91
Subordinationsanleihen 85
Subordinationskonzern 235

Substanzwert 388
 Swap Rate 57
 Swiss Bond Indizes (SBI) 79
 Syndizierter Kredit 39

T

Takeout Financing 205
 Targeted Stocks 181
 Tendersverfahren 61
 Tilgungsfonds (Sinking Fund) 68
 Trade Sale 132
 Transferpreise 247
 Turnaround Management 281
 Two Tier Offer 205

U

Übergewinnmethode 391
 Übernahmevertrag 58
 Überprüfungsaklage 269
 Überschuldung 286
 Umstrukturierung 163
 Umstrukturierungen 281
 Umtauschverhältnis 259
 Umwandlung 164
 Umwandlungsverfahren 165
 Unterbilanz 283
 Unternehmensnachfolge 134
 Unternehmensverbindungen 183
 Unternehmenswert 364, 370
 Unternehmerkredit 27
 Up-Stream-Darlehen 246
 Use-of-Proceeds-Klausel 74

V

Vendor Due Diligence 199

Vendor Leasing 113
 Venture Capital 127
 Venture-Capital-Prozess 128
 Verdecktes Eigenkapital 44
 Vergleich Bewertungsmethoden 398
 Vermögensübertragung 136, 168
 Vertikale Zusammenschlüsse 184
 Verwässerungsschutz 12, 99
 Verzugsklausel 73
 Vorfälligkeitsentschädigung 39
 Vorwärtsintegration 184
 Vorwegzeichnungsrecht 100

W

Währungsoption 81
 Wandel- oder Konversionspreis 96
 Wandelanleihe 88
 Wandeldarlehen 42
 Wandelfrist 98
 Wandelparität 96
 Wandelprämie 97
 Wandelverhältnis 96
 Warenkredit 27
 Warranties 74
 Watchlist 76
 Wechselkredit 33
 Wechselseitige Beteiligung 194
 Wurzeltheorie 368

Z

Zahlungsunfähigkeit 288
 Zero Coupon Convertible Bond 12, 92
 Zerobonds 65, 123
 Zessionskredit 27