

Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

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

Herausgeber:
Dieter Gericke

Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten

9. Tagung zu Private Equity
Tagungsband 2024

EIZ  Publishing



Private Equity in einer Welt von Unsicherheiten und Opportunitäten Copyright © by Dieter Gericke is licensed under a [Creative Commons Namensnennung-Nicht kommerziell-Keine Bearbeitung 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/), except where otherwise noted.

© 2024 – CC BY-NC-ND (Werk), CC BY-SA (Text)

Herausgeber: Dieter Gericke – Europa Institut an der Universität Zürich

Verlag: EIZ Publishing (eizpublishing.ch)

Produktion, Satz & Vertrieb: buchundnetz.com

ISBN:

978-3-03805-736-9 (Print – Softcover)

978-3-03805-737-6 (PDF)

978-3-03805-738-3 (ePub)

DOI: <https://doi.org/10.36862/eiz-736>

Version: 1.02 – 20241022

Das Werk ist als gedrucktes Buch und als Open-Access-Publikation in verschiedenen digitalen Formaten verfügbar: <https://eizpublishing.ch/publikationen/private-equity-in-einer-welt-von-unsicherheiten-und-opportunitaeten/>.

Vorwort

Die neunte Folge der Private Equity-Tagung des Europa Instituts an der Universität Zürich / ETHZ im Januar 2024 war wiederum ein inspirierendes Stelldichein von Rechtsexperten, von Vertretern der Finanz- und Investorenbranche, von Unternehmern und Gesellschaften der Private Equity-Szene Schweiz und auch von Vertretern der regulierenden Behörden. Erfreulich war zudem in einer auch heute noch stark männlich dominierten Industrie die signifikante weibliche Beteiligung.

Passend zum durchzogenen wirtschaftlichen Umfeld ging es bei vielen Tagungsbeiträgen um das grundsätzliche Knowhow und aktualisierte Rüstzeug für solide Transaktionen und Transaktionsstrukturen im privaten Bereich sowie das zunehmende Interesse von Private Equity-Investoren an Investments in börsengehandelten Gesellschaften. Abgerundet wurde dies durch viel steuerliches Know-how. In Anbetracht dieser „back to the roots“-Themen haben die Trends der letzten Jahre, wie IPOs, SPACs, DLT oder ESG, an Aktualität verloren. Immerhin wurde im Betrag zu Steward Ownership ein immer öfter anzutreffendes Bedürfnis für Kontrolle des „Purpose“ einer Portfoliogesellschaft beleuchtet. Dies hat nicht zuletzt im Lichte zunehmender Anforderungen an den Beleg „echter“ Sustainability von Investments bzw. zwecks Abwehr von „Greenwashing“-Vorwürfen an Bedeutung gewonnen. In einem sich nunmehr verbessernden wirtschaftlichen Umfeld wird es interessant werden, zu sehen, wohin sich die Reise weiter bewegt.

Die Tagungsbeiträge finden sich in aufgearbeiteter Form in diesem Band wieder, wofür ich den Autorinnen und Autoren hiermit danke. Damit wurde ein weiteres fundamentales Kapitel des „Private Equity-Recht Schweiz“ geschrieben, praxisorientiert und dennoch wissenschaftlich durchdrungen. Die Beiträge sind selbst für erfahrene Private Equity-Experten äusserst lesenswert.

Einmal mehr danke ich dem Europa Institut und seinem Team sowie natürlich seinem Direktoren Prof. Dr. Andreas Kellerhals für die tadellose Organisation. Dem Restaurant Metropol sei für die wiederholte Gastfreundschaft im Saal und in der Restauration gedankt.

Zürich, im November 2024

Dieter Gericke

Sweet Equity in Private Equity-Transaktionen

Marc Walter / Jonas Bühlmann*

Inhalt

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

* Die Autoren danken Pepe Hünerwadel und Marc Schumacher für die wertvolle Unterstützung beim Verfassen dieses Beitrags.

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

I. Einleitung

Private Equity-Transaktionen zeichnen sich in der Regel durch die Weiterbeschäftigung des bestehenden Managements einer Zielgesellschaft sowie deren (Rück-)Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft aus. Dieser Beitrag zeigt in einem ersten Schritt auf, weshalb solche Management-Beteiligungen, insbesondere *Sweet Equity*, bei *Private Equity*-Transaktionen weit verbreitet sind und wie *Sweet Equity*-Beteiligungen typischerweise ausgestaltet werden. In einem zweiten Schritt werden die möglichen Steuerfolgen beleuchtet. Dabei stellt sich regelmässig die Frage, ob mit Management-Beteiligungen ein steuerfreier Kapitalgewinn erzielt werden kann oder ob diese der Besteuerung von Mitarbeiteraktien unterliegt. Somit sind für die Ausgestaltung von Management-Beteiligungen steuerliche Aspekte von zentraler Bedeutung.

II. Management-Beteiligungen bei *Private Equity*-Transaktionen

i. Management-Beteiligungen allgemein

a) *Principal-Agent Konflikt*

Mitarbeiterbeteiligungsprogramme sind in vielen Unternehmen allgegenwärtig. Dies gilt insbesondere für das Management einer Gesellschaft. Die Ausgestaltung der Management-Beteiligungen ist dabei äusserst vielfältig. Im Kern zielen alle auf eine Verringerung des *Principal-Agent Konflikt*s.

Der Principal-Agent Konflikt entsteht grundsätzlich in allen Unternehmen, wo das Eigentum am und die Kontrolle bzw. Führung des Unternehmens auseinanderfallen.¹ Die Eigentümer (Principal) beauftragen Arbeitnehmer mit der Führung ihres Unternehmens (Agent). Dies führt bei einem nicht-leistungsabhängigen Vergütungsmodell sowie unter der Annahme einer individuellen Nutzenmaximierung zu einer Interessensdivergenz zwischen Principal und Agent.² Während die Eigentümer einer Gesellschaft an der Steigerung des Unternehmenswerts interessiert sind, verfolgt das Management die Sicherung einer dauerhaften Einkommensquelle.³ Des Weiteren besteht eine Informationsasymmetrie zwischen Eigentümern und Management. Das Management verfügt aufgrund seiner täglichen Arbeit im Unternehmen über weitaus mehr Informationen über das operative Geschäft als die Eigentümer. Aufgrund des inhärenten Interessenkonflikts und dieser Informationsasymmetrie folgt, dass das Management zu opportunistischem Verhalten tendieren kann, um ihren persönlichen Grenznutzen zu maximieren,⁴ wodurch das Management von der Zielvorstellung der Eigentümer, die Maximierung des Unternehmenswertes, abweicht.

Das Management wird somit tendenziell risikoaversere Entscheidungen treffen, um das Bestehen seiner Einkommensquelle zu gewährleisten. Zusätzlich ist die Einordnung der getroffenen Managemententscheide für die Eigentümer in Bezug auf die von ihnen angestrebte Unternehmensentwicklung schwierig, da das Management oftmals über spezialisiertes Know-How verfügt, sich intensiver mit dem Unternehmen auseinandersetzt und die Unternehmensentwicklung auch von exogenen Faktoren abhängt, deren Einfluss schwierig bzw. nicht messbar ist.⁵

b) *Auswirkungen von Management-Beteiligungen*

Um die Folgen des Principal-Agent Konflikts, namentlich Interessensdivergenzen sowie Informationsasymmetrien, zu reduzieren und den Fokus des Managements ebenfalls auf die Steigerung des Unternehmenswerts zu richten,

¹ Frick, Rz. 174.

² Bader, 22; Frick, Rz. 177; Koch-Schulte/de Toma, 215.

³ Hohaus/Koch-Schulte, 94; Koch-Schulte/de Toma, 215.

⁴ Bader, 24; Frick, Rz. 182; Reichling/Beinert/Henne, 268; von Salis Rz. 19 ff., 84. Hierzu gehören die Nicht-Verfolgung von Geschäftsoportunitäten, die Verringerung des Arbeitseinsatzes oder die Finanzierung persönlicher Annehmlichkeiten durch das Unternehmen (*consumption on the job*).

⁵ Frick, Rz. 179; von Salis, Rz. 83 f.

sind verschiedene Möglichkeiten denkbar.⁶ Die Beteiligung des Managements am Unternehmen ist dabei eine der effektivsten Massnahmen.⁷

Durch die Beteiligung entwickelt sich der Agent zum teilweisen Principal und partizipiert direkt am Erfolg und Wachstum des Unternehmens. Die substanzielle Koppelung des eigenen finanziellen Nutzens am gesteigerten Unternehmenswert incentiviert das Management, ihre Entscheidungsfindung primär auf die Maximierung des Unternehmenswertes und -erfolgs auszurichten und harmonisiert somit die Interessen des Managements und der Eigentümer.⁸

Eine Management-Beteiligung hat aber noch weitere Auswirkungen, die im Interesse der Eigentümer des Unternehmens liegen. Durch die Beteiligung des Managements am finanziellen Erfolg des Unternehmens können wichtige Führungskräfte als auch talentierte Mitarbeiter dauerhaft gebunden werden, da ein frühzeitiges Ausscheiden aus dem Unternehmen durch die Ausgestaltung der Beteiligungsstruktur finanziell unattraktiv gemacht werden kann.

Zusätzlich bieten Management-Beteiligungen einem Unternehmen, insbesondere auch Start-ups oder krisenbedrohten Gesellschaften, die Möglichkeit, qualitativ hochwertige Mitarbeiter zu geringen Fixkosten zu rekrutieren, indem ihnen durch die Beteiligung hohe Renditechancen im Falle einer erfolgreichen Unternehmensentwicklung eingeräumt werden. Die Beteiligung des Managements am Unternehmen kann zudem auch ein Signal an das Marktumfeld und mögliche Investoren bzw. Käufer senden und deren Vertrauen in das Unternehmen erhöhen,⁹ oder der frühzeitigen Entwicklung zukünftiger Unternehmensnachfolgelösungen dienen.¹⁰

Des Weiteren hat das Management durch seine initiale finanzielle Beteiligung am Unternehmen *skin in the game* (direkter Finanzierungsbeitrag), was einen höheren Bindungseffekt an das Unternehmen zeitigt.¹¹ Gleichzeitig resultiert ein indirekter Finanzierungseffekt zugunsten des Unternehmens, indem fixe Gehaltsbestandteile, die den *Cashflow* des Unternehmens belasten, durch zukünftige Gewinnpotenziale ersetzt werden.

⁶ Frick, Rz. 194 ff.; Shobe, 1447; von Salis, Rz. 26. In der Literatur werden bspw. die Auferlegung vertraglicher Verhaltenspflichten, die Ressourcenverknappung oder die leistungsbaasierte Entlohnung genannt.

⁷ Koch-Schulte/de Toma, 215.

⁸ Reichling/Beinert/Henne, 268.

⁹ Bader, 32.

¹⁰ Vgl. Baier, Rz. 34.

¹¹ Amberg, 113 ff.

Schliesslich wird durch die Weiterbeschäftigung und Mitbeteiligung des Managements dessen Eigeninteresse am Abschluss zukünftiger M&A-Transaktionen verstärkt, was eine Vereinfachung und Beschleunigung der Transaktionsprozesse zur Folge haben kann.¹²

c) *Formen von Management-Beteiligungen*

Die privat- und gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten einer Management-Beteiligung sind vielfältig.¹³ Grundsätzlich kann zwischen echten und unechten Mitarbeiterbeteiligungen unterschieden werden.

Echte Mitarbeiterbeteiligungen gewähren dem Management eine direkte Partizipation am Unternehmen. Dies kann durch eine Beteiligung am Unternehmen in Form von Aktien oder Partizipationsscheinen geschehen oder durch die Gewährung von Optionen oder Anwartschaften.

Unechte Mitarbeiterbeteiligungen verschaffen dem Management einen virtuellen Anspruch auf eine Geldleistung im Falle der Steigerung des Unternehmenswertes.¹⁴ Das Management erhält aber keine direkten Mitwirkungs- oder Vermögensrechte am Unternehmen. In der Praxis sind diese bspw. als *Phantom Stocks*, *Stock Appreciation Rights* oder *Co-Investments* ausgestaltet.¹⁵

Aufgrund steuerlicher Nachteile bei der Verwendung von unechten Mitarbeiterbeteiligungen (Siehe unten, [III.2.c](#)) werden Management-Beteiligungen in der Regel als echte Mitarbeiterbeteiligungen ausgestaltet.

d) *Management-Beteiligungen im Private Equity-Konzept*

Private Equity-Investoren erwerben direkt oder via eigene Akquisitionsstrukturen (auch aus steuerlichen, bankfinanzierungs- und administrativen Gründen), über spezifisch hierfür gegründete (inländische oder ausländische) Akquisitionsgesellschaften ihre Beteiligung an der Zielgesellschaft.¹⁶ Mittels

¹² Baier, Rz. 34.

¹³ Management-Beteiligungen sind als Teilnahmemöglichkeiten von Mitarbeitern am Unternehmensergebnis oder dem gesteigerten Unternehmenswert zu verstehen (Koch-Schulte/de Toma, 215).

¹⁴ Brauchli Rohrer/Weber, 32.

¹⁵ Brauchli Rohrer/Weber, 32.

¹⁶ Baier, Rz. 20, 23 ff.; Koch-Schulte/de Toma, 215. Dieser Beitrag befasst sich mit der Thematik der Management-Beteiligung. Auf rechtliche Ausführungen zur Ausgestaltung der Akquisitionsgesellschaften wird daher verzichtet. Handelt es sich um eine schweizerische Akquisitionsgesellschaft wird üblicherweise eine Aktiengesellschaft nach Art. 620 ff. OR verwendet.

Akquisitionsgesellschaft werden sodann meist Beteiligungen in mehrere Zielgesellschaften aufgebaut. Für eine erfolgreiche Entwicklung der Zielgesellschaften sind die Investoren in einem hohen Masse vom Willen und Fokus des bestehenden Managements auf eine wertschöpfende Strategie und entsprechender Entscheidungsfindung abhängig.¹⁷ Um die Interessen und somit auch die Unternehmensführung des Managements mit den Interessen der *Private Equity*-Investoren gleichzuschalten und die Risiken der Principal-Agent Problematik massgeblich zu reduzieren, sind Management-Beteiligungen unabdingbar.¹⁸

Es ist anzumerken, dass *Private Equity*-Investoren das unternehmensspezifische Erfolgsrisiko durch die Diversifikation ihrer Beteiligungen ausgleichen können. Diese Diversifikationsopportunität besitzt das Management in der Regel aufgrund ihrer arbeitsrechtlichen Verpflichtungen nicht. Dies führt zu unterschiedlichen Risikoaffinitäten bei den Investoren und dem Management.¹⁹ Um die Risikodivergenz zwischen Investor und Management zu schliessen, erfolgt die Beteiligung des Managements häufig an der Akquisitionsgesellschaft und nicht an der Zielgesellschaft.²⁰

Je höher dabei die Beteiligung des Managements an der Akquisitionsgesellschaft (*skin in the game*) im Vergleich zum Fixlohn ist, desto mehr verschmelzen die Interessen des Managements mit jenen der *Private Equity*-Investoren.²¹ Zusätzlich werden dadurch die Fixkosten tief gehalten. Die freigewordenen finanziellen Mittel können somit gewinnbringend im Unternehmen eingesetzt werden.

Über Aktionärbindungsverträge und/oder Statutenbestimmungen wird sodann sichergestellt, dass das Management die erworbenen Beteiligungen in-ner Sperrfrist (oft bis zum Exit) nicht verkaufen kann. Dadurch ist der Incentivierungseffekt des Managements und die Gleichschaltung der Interessen während der gesamten Investitionsdauer gewährleistet.²²

¹⁷ Shobe, 1449. Dies kann sich bspw. in massivem Kostenmanagement oder strategischen Akquisitionen widerspiegeln.

¹⁸ Amberg, 109.

¹⁹ Bader, 59; Hohaus/Koch-Schulte, 94.

²⁰ Amberg, 111; Hohaus/Koch-Schulte, 94.

²¹ Amberg, 109. Das Management beteiligt sich dabei regelmässig in der Höhe einiger Jahresgehälter oder USD 1'000'000.

²² Amberg, 125; Reichling/Beinert/Henne, 268; von Salis, Rz. 104 ff.

2. Finanzierungs- und Beteiligungsstrukturen in Private Equity

Private Equity-Transaktionen werden in der Regel mit einem Anlagehorizont von fünf bis sieben Jahren getätigt, innert welcher die Unternehmenswerte zu maximieren sind, um danach die Akquisitionsgesellschaft (als Muttergesellschaft der verschiedenen Zielgesellschaften) gewinnmaximierend verkaufen zu können.²³

Die Finanzierung der Beteiligung an der jeweiligen Zielgesellschaft erfolgt in der Regel durch eine Kombination aus Aktienkapital und Aktionärsdarlehen. Das Aktienkapital wird im Verhältnis zum Aktionärsdarlehen in der Regel relativ klein gehalten.²⁴ Das Aktionärsdarlehen wird dabei verzinst und sorgt im Falle eines Exits verglichen mit den Aktionären der Gesellschaft für eine privilegierte Kapitalrückzahlung.

Anstatt der Gewährung eines Aktionärsdarlehens kann die Beteiligung durch die Schaffung und Zeichnung von Vorzugsaktien nach Art. 654 OR finanziert werden. In Übereinstimmung mit Art. 656 OR wird in diesem Falle via Statuten eine prozentual fixierte Vorzugsdividende eingeführt. Dies gewährleistet analog zum Aktionärsdarlehen eine privilegierte Kapitalrückzahlung gegenüber den Stammaktionären.

Die Beteiligung an der Zielgesellschaft durch die Akquisitionsgesellschaft erfolgt primär mittels Aktienerwerb (*share deal*).²⁵ Sollte das Management bereits Aktionärin der Zielgesellschaft sein, so wird häufig ein Teil ihrer Kaufpreisforderung gegenüber der Akquisitionsgesellschaft nicht finanziell abgegolten, sondern als Verkäuferdarlehen gegenüber der Akquisitionsgesellschaft strukturiert. Nachfolgend erwirbt das Management (Stamm-)Aktien der Akquisitionsgesellschaft. Die Tilgung des Kaufpreises erfolgt dabei durch Verrechnung mit der bestehenden Darlehensforderung gegenüber der Akquisitionsgesellschaft.²⁶ Sollte das Management vor dem Verkauf der Zielgesellschaft noch nicht an dieser beteiligt sein, so erwirbt das Management ihre Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft gegen Entrichtung eines Kaufpreises. Dadurch wird sichergestellt, dass das Management *skin in the game* hat.

²³ Amberg, 72, 123; Hammad Asif/Sabater; Vidal/Sabater.

²⁴ Risi/Schmid, 889.

²⁵ Amberg, 111.

²⁶ Mit der ersatzlosen Streichung der Sachübernahme im Schweizer Recht (Art. 628 Abs. 2 aOR) löste sich auch die Gefahr einer potenziellen Nichtigkeit solcher Rückbeteiligungs-transaktionen auf (vgl. Frey/Leis, 70 ff.).

3. Sweet Equity

a) *Strip Investment vs. Sweet Equity*

Unabhängig von der effektiven Ausgestaltung der Finanzierung der Beteiligungen an den Zielgesellschaften erfolgt die Beteiligung des Managements grundsätzlich auf zwei verschiedene Arten.²⁷

Beim *Strip Investment* erwirbt das Management im gleichen Verhältnis wie die *Private Equity*-Investoren sämtliche Finanzierungsinstrumente (Aktionärsdarlehen oder Vorzugsaktien).²⁸ Die Beteiligung an diesen Finanzierungsinstrumenten erfolgt dabei zu den gleichen Konditionen. Das Management der Zielgesellschafts partizipiert somit im Falle eines Exits im exakt gleichen Verhältnis wie die *Private Equity*-Investoren.²⁹

Oftmals verfügt das Management jedoch nicht über genügend Eigenmittel, um sich substantiell pro rata an sämtlichen Finanzierungsinstrumenten zu beteiligen. Es fehlt ihnen daher an *skin in the game*. Dadurch findet keine massgebliche Gleichschaltung der Interessen und damit der unternehmerischen Entscheidungsfindung zwischen *Private Equity*-Investoren und Management statt.³⁰

Um trotz fehlender Eigenmittel eine Interessensangleichung des Managements herstellen zu können, werden *Sweet Equity*-Modelle eingesetzt.³¹ Bei *Sweet Equity* wird auf eine pro-rata Verpflichtung des Managements zur Partizipation an allen Finanzierungsinstrumenten verzichtet und einzig eine Beteiligung des Managements am Aktienkapital der Akquisitionsgesellschaft vereinbart, was in einem überproportionalen Anspruch auf den Bilanzgewinn resultiert.³² Ob die Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft zum Nominal- oder Verkehrswert erfolgt, ist gesellschaftsrechtlich betrachtet unerheblich, steuerrechtlich jedoch von einer gewissen Tragweite.

Das *Sweet Equity*-Modell ermöglicht somit eine überproportionale Gewinnbeteiligung des Managements verglichen mit *Strip Investments* und kann für das

²⁷ Risi/Schmid, 887.

²⁸ Risi/Schmid, 889. Gemäss Koch-Schulte/de Toma (215) wird die Akquisitionsgesellschaft üblicherweise nur zu 10% aus Stammkapital und zu 90% aus anderen Finanzierungsinstrumenten (Darlehen oder Vorzugsaktien) finanziert.

²⁹ Risi/Schmid, 889.

³⁰ Risi/Schmid, 889.

³¹ Amberg, 111.

³² Amberg, 111; Hohaus/Koch-Schulte, 95; Risi/Schmid, 889.

Management finanziell äusserst lukrativ sein („sweet“). Die Strukturierung der Management-Beteiligung als *Sweet Equity* erfolgt hierbei hauptsächlich mittels nachfolgend erläuterten Modelle.

b) *Darlehensmodell*

Im Darlehensmodell beteiligen sich sowohl die *Private Equity*-Investoren als auch das Management am Eigenkapital der Akquisitionsgesellschaft. Zusätzlich stellen die Investoren der Akquisitionsgesellschaft in erheblichem Umfang Fremdkapital mittels Darlehensvertrags zur Verfügung.

Der Darlehensvertrag ist dabei so strukturiert, dass im Falle eines Exits der Verkaufserlös (im Rahmen des Wasserfalls (*Liquidation Preference*) gemäss Aktionärbindungsvertrag bzw. Statuten) das endfällige Darlehen samt Darlehenszins nachrangig zu allfälligen Bankdarlehen und anderen Drittverbindlichkeiten deckt.³³ Der Darlehenszins, den die *Private Equity*-Investoren vorab zurückerhalten, ist dabei prozentual auf das eingesetzte Kapital beschränkt und substanziell tiefer als die zu erwartende Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital, da der verbleibende Verkaufserlös den Eigenkapitalgebern zufällt.³⁴

Diese überproportionale Gewinnbeteiligung der Stammaktionäre (und damit auch des Managements) stellt eine genügend hohe Incentivierung des Managements zur Gleichschaltung der Interessen mit den *Private Equity*-Investoren dar und resultiert aus deren höheren Risikobeteiligung, da die Stammaktionäre bei der Verteilung des Verkaufserlöses zuletzt berücksichtigt werden.

c) *Vorzugsaktien*

Der gleiche Effekt kann bei Substituierung des Aktionärsdarlehens durch die Ausgabe und Zeichnung von Vorzugsaktien durch die *Private Equity*-Investoren erreicht werden. In diesem Falle stellen die Investoren der Akquisitionsgesellschaft nicht Fremdkapital, sondern ebenfalls Eigenkapital zur Verfügung.

Die Vorzugsaktien werden nach Art. 654 ff. OR eingeführt und mit statutarischen Vorrechten gegenüber den Stammaktionären ausgestattet. Die Vorrechte beziehen sich dabei im Falle von *Sweet Equity*, analog dem Darlehensmodell, auf eine prozentual fixierte Rendite, die den Vorzugsaktionären

³³ Oesterhelt/Risi, 550.

³⁴ Vgl. Art. 660 Abs. 1 OR.

(*Private Equity*-Investoren) im Falle eines Exits vorrangig zukommen. Der restliche Verkaufserlös wird je nach statutarischer Regelung unter allen Aktionären oder auch nur unter den Stammaktionären aufgeteilt.³⁵

Dadurch kann auch mittels Vorzugsaktien eine genügend hohe Incentivierung des Managements gewährleistet werden.

d) *Praxisbeispiel*

Um den Hebeleffekt dieser Management-Beteiligung zu illustrieren, dient folgendes Beispiel eines vereinfachten Darlehensmodells:

Es wird eine Akquisitionsgesellschaft gegründet. Die *Private Equity*-Investoren zeichnen 9'000 Aktien und das Management 1'000 Aktien zum Preis von CHF 100.00 je Aktie (Nennwert CHF 10). Zudem gewähren die *Private Equity*-Investoren der Akquisitionsgesellschaft ein endfälliges Darlehen von CHF 50'000'000 mit einer jährlichen Verzinsung von 7%. Die Akquisitionsgesellschaft erwirbt nun eine Beteiligung an der Zielgesellschaft für CHF 50'000'000. Diese Beteiligung wird fünf Jahre später für CHF 150'000'000 netto verkauft.

Das Darlehen inklusive Darlehenszins in der Höhe von CHF 67'500'000 ist vorab den *Private Equity*-Investoren zurückzuzahlen. Der restliche Verkaufserlös von CHF 82'500'000 wird den Aktionären proportional zur Beteiligung zurückbezahlt.

Das Management erzielt somit mit einem Kapitaleinsatz von CHF 100'000 einen Kapitalertrag von CHF 8'250'000. Das entspricht einem 82.5-fachen *Return on Investment*, währenddessen die *Private Equity*-Investoren mit einem Kapitaleinsatz von CHF 50'900'000 einen knapp 2.8-fachen *Return on Investment* erzielen.

Durch eine analoge Ausgestaltung der Management-Beteiligung in Form von Vorzugsaktien könnte der gleiche Hebeleffekt erzielt werden.

³⁵ Oesterhelt/Risi, 550.

4. Exkurs: Das Management einer Zielgesellschaft im Rahmen des Transaktionsprozesses mit Sweet Equity-Beteiligung

a) *Interessenskonflikt des Managements*

Das Management einer Zielgesellschaft kann sich in einem Interessenskonflikt befinden, wenn *Private Equity*-Investoren deren (Rück-)Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft anstreben.

Das Interesse der Zielgesellschaft ist der Verkauf der Beteiligung zu einem möglichst hohen Preis. Als Arbeitnehmer ist das Management grundsätzlich aufgrund der gesetzlichen Treuepflicht nach Art. 321a OR, u.U. ergänzt um vertragliche Vereinbarungen, ebenfalls hierzu verpflichtet. Das Management hat jegliche Handlungen zu unterlassen, die eine wirtschaftliche Schädigung der Zielgesellschaft bedeuten könnte.³⁶ Des Weiteren verpflichtet Art. 321a Abs. 4 OR das Management zur absoluten Geheimhaltung während des Arbeitsverhältnisses, wodurch das Management keinerlei Informationen weitergeben darf, die die Zielgesellschaft als Arbeitgeber berechtigterweise geheim gehalten wissen will und nicht vertraglich zur Weitergabe genehmigt hat.³⁷

Die *Private Equity*-Investoren sind hingegen an einem möglichst tiefen Kaufpreis, der möglichen Weiterbeschäftigung des Managements und dessen potenziellen (Rück-)Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft interessiert. Eine mögliche Weiterbeschäftigung und eine im Falle von *Sweet Equity* äusserst lukrative Beteiligungsmöglichkeit an der Akquisitionsgesellschaft sorgen jedoch dafür, dass ein Interessenskonflikt des Managements zwischen der Erfüllung seiner arbeitsrechtlichen Treuepflichten und seiner zukünftigen Arbeits- und Kapitalgewinnmöglichkeiten entstehen kann.

In der Praxis stellt sich daher oftmals die Frage, ab wann die *Private Equity*-Investoren Zugang zum (erweiterten) Management der Zielgesellschaft erhalten sollen. Der Zugang zum Management ist für Investoren von grundlegender Bedeutung, können diese doch am besten Fragen beantworten, die bspw. im Rahmen einer *Due-Diligence* Prüfung beim Käufer aufkommen. Gleichzeitig wird durch den Kontakt zum Management und das potenzielle Angebot einer Weiterbeschäftigung und (Rück-)Beteiligung der Interessenskonflikt geschaffen. Das Management könnte hierdurch versucht sein, der Zielgesellschaft ent-

³⁶ BGE 117 II 74.

³⁷ BSK OR-I-Portmann/Rudolph, Art. 321a Rz. 27.

scheidende Informationen vorzuenthalten oder die Kaufpreisfestsetzung nicht zu maximieren oder im Namen der Zielgesellschaft gewisse Garantien im Aktienkaufvertrag abzugeben.³⁸

Das Management der Zielgesellschaft hat somit aufgrund seiner strengen arbeitsrechtlichen Verpflichtung zur Wahrung der Interessen der Zielgesellschaft jeweils sicherzustellen, dass aufgrund einer (unbewussten) Verschiebung der Loyalitäten in *Private Equity*-Transaktionen keine Pflichtverletzungen begangen werden. Des Weiteren hat sich die Zielgesellschaft genau zu überlegen, an welchem Punkt des Transaktionsprozesses die *Private Equity*-Investoren Zugang zu ihrem Management erhalten sollen.

b) *Das Management als möglicher Stellvertreter der Akquisitionsgesellschaft*

Die oben beschriebene Loyalitätsverschiebung des Managements der Zielgesellschaft zugunsten der Akquisitionsgesellschaft könnte neben möglichen Pflichtverletzungen des Managements noch weitere Auswirkungen zeitigen.

Gemäss deutscher Rechtsprechung findet im Falle einer bereits vereinbarten Rückbeteiligung des Managements am und dessen Weiterbeschäftigung in der Zielgesellschaft eine Wissenszurechnung des Managements zulasten des Käufers aufgrund einer Anrechnung als deren Vertreter statt.³⁹ Dies soll ebenfalls in Fällen gelten, wo keine Weiterbeschäftigung, sondern nur eine Rückbeteiligung vereinbart wird.⁴⁰

Mögliche Haftungsrisiken des Managements einer Zielgesellschaft werden durch diesen Entscheid erhöht, da nunmehr nebst Treuepflichten gegenüber der Zielgesellschaft auch eine Wissenszurechnung zulasten des Käufers und entsprechende Aufklärungspflichten ihm gegenüber bestehen können und gegeneinander abgewogen werden müssen. Es kann jedoch nicht sein, dass dem Käufer Wissen zugerechnet wird, zu dessen Herausgabe das Management der Zielgesellschaft aufgrund ihrer arbeitsrechtlichen Treuepflicht gar nicht berechtigt gewesen wäre.

Es ist unklar, ob nach Schweizer Recht in einem solchen Falle bereits ein Vertretungsverhältnis zwischen Management der Zielgesellschaft und Käufer besteht und ob in der Folge eine Wissenszurechnung zulasten des Käufers re-

³⁸ Schalast/Winter/Wedell, 312, 314; Tüxen/Mentzel, 25.

³⁹ OLG Düsseldorf vom 16.06.2016 (I-6 U 20/15).

⁴⁰ Tüxen/Mentzel, 29; OLG Düsseldorf vom 16.06.2016 (I-6 U 20/15), wonach sich der Käufer das Wissen des Managements um gefälschte Bilanzen der Zielgesellschaft anrechnen lassen musste.

sultieren würde. Aufgrund der rechtlichen Unsicherheit empfiehlt sich für den Käufer aber die vertragliche Einschränkung der Wissenszurechnung des rückbeteiligten Managements im Aktienkaufvertrag.⁴¹

III. Steuerliche Beurteilung

1. Besteuerung von Management-Beteiligungen

Für die Ausgestaltung von Management-Beteiligungen sind steuerliche Aspekte von zentraler Bedeutung. Durch den steuerfreien Kapitalgewinn i.S. von Art. 16 Abs. 3 DBG bzw. Art. 7 Abs. 4 lit. b StHG besteht für das Management die Möglichkeit, Aktien steuerfrei zu verkaufen. Ein steuerfreier Kapitalgewinn liegt immer dann vor, wenn ein Vermögenswert aus dem Privatvermögen verkauft oder gegen einen anderen Vermögenswert eingetauscht wird und dabei ein Gewinn durch eine Wertsteigerung erzielt wird.⁴² Der steuerfreie Kapitalgewinn wird allerdings durch verschiedene Ausnahmen eingegrenzt. Eine dieser Ausnahmen sind Mitarbeiteraktien i.S. der Art. 17a-17d DBG bzw. Art. 7c-7f StHG, bei deren Verkauf der Kapitalgewinn in steuerbares Erwerbseinkommen umqualifiziert werden kann. Zudem können bereits beim Erwerb von Mitarbeiteraktien Einkommenssteuerfolgen resultieren. Neben Einkommenssteuerfolgen sind bei Mitarbeiterbeteiligungen immer auch Sozialversicherungsfolgen zu berücksichtigen. Eine steuereffiziente Management-Beteiligung ist daher so auszugestalten, dass beim Verkauf der Aktien durch das Management ein steuerfreier Kapitalgewinn erzielt werden kann.

2. Steuerliche Grundsätze von Mitarbeiteraktien

a) *Hintergrund von Mitarbeiteraktien*

Sofern ein Mitarbeiter oder Verwaltungsrat Aktien des Arbeitgebers oder einer Gruppengesellschaft im Hinblick auf ein früheres, aktuelles oder zukünftiges Arbeitsverhältnis erwerben kann, so qualifizieren diese Aktien im Grundsatz als Mitarbeiterbeteiligung i.S.v. Art. 17a DBG bzw. Art. 7c StHG, da der Erwerb der Aktien in einem kausalen Zusammenhang mit dem Arbeitsverhältnis steht. Dabei ist unerheblich, ob die Arbeitgebergesellschaft, eine Gruppengesellschaft oder ein Aktionär die Aktien an den Mitarbeiter oder Verwaltungsrat überträgt.⁴³ Mitarbeiteraktien liegen insbesondere dann vor, wenn der Mitar-

⁴¹ Tüxen/Mentzel, 30.

⁴² Brauchli Rohrer/Bühlmann, 212.

⁴³ Vgl. Kreisschreiben (KS) Nr. 37 der ESTV vom 30. Oktober 2020, Ziff. 2.3.

beiter bzw. Verwaltungsrat die Aktien unentgeltlich oder unter dem Marktwert erwerben kann. Sofern die Aktien zu einem Verkehrswert erworben werden, finden die Besteuerungsgrundsätze für Mitarbeiterbeteiligungen keine Anwendung.⁴⁴ In der Praxis werden hingegen an das Vorliegen einer Verkehrswerttransaktion hohe Anforderungen gestellt. Für die Ausgestaltung einer Management-Beteiligung im Rahmen von *Privat Equity*-Transaktionen ist diese Abgrenzung von entscheidender Bedeutung.

Die bundesgesetzlichen Bestimmungen zu Mitarbeiterbeteiligungen in Art. 17a ff. DBG bzw. Art. 7c ff. StHG, werden durch die Eidgenössische Steuerverwaltung (ESTV) im Rahmen des Kreisschreibens Nr. 37 vom 30. Oktober 2020 über die Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen konkretisiert. Auch wenn die Konkretisierungen eine gewisse Homogenität in Bezug auf die Beurteilung der diversen Ausgestaltungsformen von Mitarbeiterbeteiligungen erwarten lassen, ist die Steuerpraxis der Kantone in Bezug auf Mitarbeiterbeteiligungen sehr unterschiedlich. Zudem gründen wesentliche Besteuerungsgrundsätze auf gelebte Steuerpraxis und nicht auf publizierte Praxishinweise. Zuständig für die steuerliche Beurteilung von Mitarbeiterbeteiligungen ist im Grundsatz die Kantonale Steuerverwaltung des Wohnsitzes des einzelnen Mitarbeiters. Somit ist es in der Praxis oft der Fall, dass innerhalb des Managements eine Aktienbeteiligung unterschiedlich besteuert wird.

Der Kantonalen Steuerverwaltung des Sitzkantons der Arbeitgebergesellschaft kommt eine gewisse Koordinationsfunktion zu. Steuervorbescheide sind in einem ersten Schritt durch diese Steuerverwaltung zu beurteilen. Ein solcher Steuervorbescheid ist jedoch für andere Kantonale Steuerverwaltungen nicht zwingend verbindlich.⁴⁵

Bei komplexen Fragestellungen, wie der Besteuerung von Management-Beteiligungen in *Private Equity*-Transaktionen bzw. *Sweet Equity*, besteht in den meisten Kantonen keine klare Steuerpraxis. Publizierte Praxishinweise von Steuerverwaltungen in Bezug auf *Sweet Equity* fehlen gänzlich. Somit ist im konkreten Fall eine Einzelfallbeurteilung unumgänglich. Ziel dieses Beitrages ist, die verschiedenen in der Literatur vertretenen Meinungen sowie die Praxiserfahrungen aus der Steuerpraxis zusammenzuführen.

⁴⁴ Hongler/Weder/Graf, 216; ebenso Hainaut/Koch/Krützmann, 05.

⁴⁵ Vgl. KS Nr. 37, Ziff. 9.

b) *Besteuerungsgrundsätze von Mitarbeiterbeteiligungen*

Die Besteuerungsgrundsätze für Mitarbeiterbeteiligungen unterscheiden sich je nach Beteiligungsinstrument. Ganz grundsätzlich erfolgt eine Unterscheidung zwischen „echten“ und „unechten“ Mitarbeiterbeteiligungen.

aa) *Echte Mitarbeiterbeteiligungen*

Bei echten Mitarbeiterbeteiligungen wird der Mitarbeiter entweder direkt durch Beteiligungspapiere oder indirekt durch die Gewährung von Optionen oder Anwartschaften zum Bezug von Beteiligungspapieren am Eigenkapital des Arbeitgebers beteiligt (vgl. Art. 17a Abs. 1 DBG bzw. Art. 7c Abs. 1 StHG).⁴⁶ Bei Mitarbeiteraktien erfolgt die Besteuerung des geldwerten Vorteils sowohl im Zeitpunkt des Erwerbes als auch im Zeitpunkt der Veräußerung.⁴⁷ Eine Mitarbeiteraktie ist im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungen das einzige Beteiligungsinstrument, das bei der Veräußerung einen steuerfreien Kapitalgewinn ermöglicht. Daher wird nachfolgend insbesondere auf die Besteuerung von Mitarbeiteraktien eingegangen.

bb) *Besteuerung im Zeitpunkt des Erwerbes*

Im Zeitpunkt des Aktienerwerbes unterliegt ein geldwerter Vorteil der Besteuerung (vgl. Art. 17b Abs. 1 DBG bzw. Art. 7d Abs. 1 StHG). Der geldwerte Vorteil reflektiert eine positive Differenz zwischen dem Verkehrswert und dem Erwerbspreis der Aktien. Die auf den geldwerten Vorteil entfallenden Sozialversicherungsbeiträge sind dabei abzugsfähig.⁴⁸ Während bei börsenkotierten Gesellschaften sich der Verkehrswert durch den Börsenkurs bestimmt, ist ein Verkehrswert bei nicht börsenkotierten Gesellschaften i.d.R. nicht verfügbar – ausser es liegt bspw. eine massgebliche Dritttransaktion vor.⁴⁹ Sofern im Zeitpunkt der Aktientransaktion kein Verkehrswert vorliegt, so kommt stattdessen ein Formelwert zur Anwendung, der nach einer anerkannten Methode zu definieren ist.⁵⁰ Sofern keine spezifische Bewertungsformel mit den Steuerbehörden im Rahmen eines Steuervorbescheides vereinbart wird, was grundsätzlich möglich wäre, so gelangt als Bewertungsformel die sog. Praktikermethode zur

⁴⁶ KS Nr. 37, Ziff. 2.3.2.

⁴⁷ Oesterhelt/Dubach, 10.

⁴⁸ Vgl. KS Nr. 37, Ziff. 3.1.

⁴⁹ Kommentar zum StG-AG-Martin, §26b Rz.4 ff.

⁵⁰ Vgl. KS Nr. 37, Ziff. 3.2.2.

Anwendung. Grundlage für die Berechnung dieser Bewertungsformel ist das Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2009 (SSK-KS 28).⁵¹

cc) Besteuerung im Zeitpunkt der Veräusserung

Im Zeitpunkt der Veräusserung von Mitarbeiteraktien unterliegt eine positive Differenz zwischen dem Veräusserungspreis und dem Formelwert – der sog. Übergewinn – wiederum der Besteuerung.⁵² Somit ist der Formelwertgewinn immer steuerfrei. Eine Ausnahme von der Besteuerung des Übergewinns besteht bei der Veräusserung von Mitarbeiteraktien nach einer Haltedauer von mehr als fünf Jahren. Nach Ablauf dieser Fünfjahresfrist resultiert grundsätzlich beim Verkauf von Mitarbeiteraktien ein steuerfreier Kapitalgewinn, auch wenn die steuerliche Bewertung der Aktien im Erwerbszeitpunkt mit einem Formelwert erfolgte.⁵³ Es handelt sich hierbei um eine Praktikabilitätslösung ohne gesetzliche Grundlage, die insbesondere dem Umstand Rechnung tragen soll, dass ab einer gewissen Haltedauer typischerweise die Kapitalgewinnkomponente im Vordergrund steht und nicht mehr das Arbeitsverhältnis.⁵⁴

Die Fünfjahresfrist für eine steuerfreie Veräusserung wird aber in gewissen Kantonen eingeschränkt, wie bspw. Zürich oder Schwyz. Diese Kantone gewähren nur eine steuerfreie Veräusserung nach 5 Jahren, sofern die Aktien an eine Drittpartei und nicht an die Gesellschaft oder an bestehende Aktionäre verkauft werden.⁵⁵ Dieses Erfordernis kann meist nur bei einem Verkauf der Gesellschaft erreicht werden. Andere Kantone, wie bspw. der Kanton Zug, gewährt eine steuerfreie Veräusserung der Aktien auch, sofern diese an bestehende Aktionäre, aber ausserhalb einer Rückgabeverpflichtung, verkauft werden.

dd) Gründeraktien

Nicht als Mitarbeiteraktien qualifizieren Aktien, die im Zeitpunkt der Gründung gezeichnet wurden.⁵⁶ Daher können diese sogenannten Gründeraktien,

⁵¹ Kommentar 2023 der Schweizerischen Steuerkonferenz zum Kreisschreiben Nr. 28 vom 28. August 2008.

⁵² Vgl. KS Nr. 37, Ziff. 3.4.3.

⁵³ KS Nr. 37, Ziff. 3.4.3; vgl. St. Galler Steuerbuch StB 30 Nr. 2 vom 1. Januar 2021, Steuerliche Behandlung von Mitarbeiterbeteiligungen, 5.

⁵⁴ Oesterheld/Dubach, 19.

⁵⁵ Richner/Frei/Kaufmann/Rohner, Art. 17b, Rz. 14f; Oesterheld/Gammeter, Folie 54 ff.; Merkblatt der Steuerverwaltung Schwyz zur Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen vom 21. März 2023, Rz. 13.

⁵⁶ Vgl. KS Nr. 37, Ziff. 3.4.4.

sofern diese noch immer durch den gleichen Gründer gehalten werden, später steuerfrei veräussert werden. Die Anforderungen an die Qualifikation als Gründeraktien sind in den verschiedenen Kantonalen Steuerbehörden unterschiedlich. So ist in gewissen Kantonen zwingend, dass die Aktien im Zeitpunkt der zivilrechtlichen Gründung gezeichnet wurden. In anderen Kantonen kann sich auch ein Gründer noch nach der zivilrechtlichen Gründung beteiligen.

c) *Unechte Mitarbeiterbeteiligungen*

Unechte Mitarbeiterbeteiligungen sind eigenkapital- bzw. aktienkursbezogene Anreizsysteme, die dem Mitarbeiter effektiv keine Beteiligung am Eigenkapital des Arbeitgebers ermöglichen, sondern i.d.R. nur eine Geldleistung in Aussicht stellen, die sich an der Wertentwicklung des Basistitels bestimmt.⁵⁷ Typische Formen von unechten Mitarbeiterbeteiligungen sind die sog. *Phantom Stocks*, *Stock Appreciation Rights (SAR)* sowie *Co-Investments*. Der Vorteil von unechten Mitarbeiterbeteiligungen ist, dass der Mitarbeiter am Unternehmenserfolg teilhaben kann, ohne dass die bisherigen Aktionäre in ihrer Beteiligung verwässert werden.⁵⁸

Unechte Mitarbeiterbeteiligungen werden im Zeitpunkt des Zuflusses besteuert (vgl. Art. 17c DBG bzw. Art. 7e StHG). Dabei unterliegt ein Kapitalgewinn vollumfänglich der Besteuerung, wodurch keine Möglichkeit zur Erzielung eines steuerfreien Kapitalgewinnes besteht. Aus diesem Grund sind unechte Mitarbeiterbeteiligungen aus einer steuerlichen Perspektive weniger attraktiv als echte Mitarbeiterbeteiligungen und daher in der Praxis auch von geringerer Relevanz. In Bezug auf *Privat-Equity*-Transaktionen sind unechte Mitarbeiterbeteiligungen in Verbindung mit möglichen *Co-Investments* zu beachten (Siehe unten, [III.7](#)).

3. **Aktienwerb zu Drittkonditionen**

Keine Mitarbeiteraktien, sondern sog. Investorenaktien liegen vor, sofern das Management die Aktien zu einem Verkehrswert erwirbt und somit der Aktienwerb in keinem kausalen Zusammenhang mit dem Arbeitsverhältnis steht.⁵⁹ Vielmehr erfolgt der Aktienwerb als *privates Investment* des Managements, um das unternehmerische Risiko mitzutragen (*skin in the game*).⁶⁰

⁵⁷ KS Nr. 37, Ziff. 2.3.2.

⁵⁸ DBG-Komm.-Vallucci/Zellweger, Art. 17a, Rz. 48.

⁵⁹ Hainaut/Koch/Krützmann, 205; vgl. Hongler/Weder/Graf, 216.

⁶⁰ Richner/Frei/Kaufmann/Rohner, Art. 17a, Rz. 1a.

In der Praxis werden an eine Verkehrswerttransaktion hohe Anforderungen gestellt. Die Steuerpraxis definiert den Verkehrswert für nichtkотиerte Wertpapiere als den inneren Wert bzw. als den Fortführungswert.⁶¹ Gemäss der Schweizer Steuerpraxis werden Verkehrswerte insbesondere durch Vergleichstransaktionen, konkret durch eine massgebliche Handänderung oder durch eine wesentliche Kapitalerhöhung begründet.

a) *Massgebliche Handänderung*

Für Steuerzwecke liegt eine massgebliche Handänderung – die einen Verkehrswert begründen kann – vor, sofern Aktien der Gesellschaft in einem gewissen Umfang verkauft werden und sich die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft bis zum Stichtag nicht wesentlich verändert hat. Die Höhe des Transaktionsvolumens, die es für eine Massgeblichkeit bedarf, ist nicht einheitlich definiert. Die Schweizerische Steuerkonferenz erachtet ein Transaktionsvolumen um rund 10% als massgeblich. In der Praxis kann diese Schwelle von 10% jedoch nicht als fixe Grösse angewandt werden. Durch die Steuerbehörden einheitlich umgesetzt wird hingegen, dass der Verkauf von Aktien unter bestehenden Aktionären nicht als Dritttransaktion zu qualifizieren ist.⁶² Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang die aktuelle Verwaltungspraxis des Kantons Zürich, wonach eine massgebliche Dritttransaktion auch dann angenommen wird, wenn in zeitlicher Nähe zu einer Dritttransaktion unter dem Grenzwert von 10% Aktien an einen bisherigen Aktionär veräussert werden und dadurch gesamthaft die 10%-Schwelle überschritten wird.

Die Steuerpraxis verzichtete bislang zu definieren, ob sich diese 10%-Schwelle bei Vorliegen von verschiedenen Aktienkategorien lediglich auf die entsprechende Aktienkategorie bezieht und somit in der Konsequenz eine separate Bewertung der einzelnen Aktienkategorien zu erfolgen oder ob die 10%-Schwelle auf das gesamte Aktienkapital anzuwenden ist. Von den Kantonalen Steuerverwaltungen werden dabei beide Meinungen vertreten. So gibt es Stimmen, die bei verschiedenen Aktienkategorien von einer isolierten Betrachtung jeder Kategorie ausgehen.⁶³

⁶¹ Kommentar 2023 der Schweizerischen Steuerkonferenz zum Kreisschreiben Nr. 28 (SSK-KS Nr. 28) vom 28. August 2008, 5.

⁶² Vgl. SSK-KS Nr. 28, 5 f.

⁶³ Vgl. Oesterhelt/Risi, 552.

b) Kapitalerhöhung

Ebenfalls begründet wird ein Verkehrswert durch bezahlte Investorenpreise im Rahmen einer Kapitalerhöhung. Hierfür sind die Grundsätze analog einer massgeblichen Handänderung anwendbar. Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass Finanzierungsrundenpreise bei Gesellschaften, die für Steuerzwecke als Startup-Gesellschaft qualifizieren, nicht als massgebend gelten.⁶⁴

c) Zwischenfazit

Alternative Bewertungsmethoden, wie bspw. eine DCF-Bewertung, werden in aller Regel durch die Steuerbehörden nicht akzeptiert. Ebenfalls werden regelmässig Vergleichstransaktionen nicht akzeptiert, sofern die Konditionen der Transaktionen nicht absolut identisch sind. Insbesondere zu beachten sind dabei Vorzugsrechte, die den Investoren oft gewährt werden. Zudem sind Rückgabeverpflichtungen zu berücksichtigen, wo bspw. das Management bei Austritt als Arbeitnehmer die Aktien der Gesellschaft oder dem *Private Equity*-Investor zurück zu verkaufen hat. Praxisgemäss stellt ein Erwerb von Aktien zu einem Drittpreis, aber mit einer Rückgabeverpflichtung, keine Verkehrswerttransaktion dar.

In zeitlicher Hinsicht werden massgebliche Handänderungen oder Kapitalerhöhungen nur akzeptiert, sofern der Bewertungsstichtag und das Transaktionsdatum zeitnah beieinanderliegen. Hierfür besteht keine gesetzliche bzw. einheitliche Frist. Gemäss der Schweizerischen Steuerkonferenz wird eine Frist von einem Jahr als angemessen erachtet.⁶⁵ In der Praxis wird diese Einjahresfrist durch die Steuerbehörden allerdings nicht konsequent umgesetzt, so gehen bspw. die Zürcher Steuerbehörden i.d.R. von einer Frist von 6 Monaten aus.⁶⁶ In anderen Kantonen liegt diese Frist teilweise aber auch über 12 Monaten.

4. Besteuerung von Strip Investments

a) Grundsätzliches

Bei sog. *Strip Investments* erwirbt das Management wie bereits erwähnt die Aktien grundsätzlich zu den gleichen Konditionen wie der *Private Equity*-Investor (Siehe oben, [II.3.a](#)). Aus steuerlicher Sicht ist bei *Strip Investments* zen-

⁶⁴ Vgl. SSK-KS Nr. 28, 6.

⁶⁵ SSK-KS Nr. 28, 7.

⁶⁶ Oesterhelt/Gammeter, Folie 71.

tral, dass die Beteiligung des Managements als Verkehrswerttransaktion akzeptiert wird, um die Qualifikation als Mitarbeiteraktien zu vermeiden. Hierfür muss das Management die gleiche Aktienkategorie wie der *Private Equity*-Investor erwerben. Zudem bedarf es einer massgeblichen Dritttransaktion (Siehe oben, [III.3.a](#)). Ausserdem wären Rückgabeverpflichtungen für die Vermeidung von Mitarbeiteraktien schädlich.

b) *Akquisition über eine Akquisitionsgesellschaft*

Weiter ist zu beachten, dass bei einer Akquisition über eine hierfür gegründete Akquisitionsgesellschaft der *Private Equity*-Investor den Verkehrswert der Zielgesellschaft begründet. Sofern aber die Akquisition über eine Akquisitionsgesellschaft erfolgt, an dem sich anschliessend das Management beteiligt, so liegt aus formeller Sicht für die Akquisitionsgesellschaft kein Verkehrswert vor. Sofern aber die wirtschaftlichen Konditionen der Beteiligung an der Akquisitionsgesellschaft im Vergleich zur Akquisition durch den *Private Equity*-Investor vollumfänglich identisch umgesetzt sind, so wäre zu begrüssen, dass der Verkehrswert auch für die Akquisitionsgesellschaft akzeptiert wird.

5. Besteuerung von Sweet Equity

a) *Grundsätzliches*

Da der Erwerb einer *Sweet Equity*-Beteiligung i.d.R. in einem engen Zusammenhang mit der Funktion als Mitarbeiter steht, qualifizieren die im Rahmen der Management-Beteiligung erworbenen Aktien per Definition als Mitarbeiteraktien i.S.v. Art. 17a Abs. 1 lit. a DBG bzw. Art. 7c Abs. 1 lit. a StHG. Somit ist zu unterscheiden, ob das Management die Aktien zu einem Vorzugspreis erwerben kann oder ob das Management die Aktien zu den gleichen Konditionen wie der *Private Equity*-Investor erwirbt. Sofern die Aktien zu einem Vorzugspreis erworben werden, dann sind die Steuerfolgen im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungen unumgänglich. Allerdings lohnt sich auch in diesem Fall eine aktive Strukturierung der Management-Beteiligung, um eine möglichst steuereffiziente Mitarbeiterbeteiligung implementieren zu können (Siehe unten, [III.6](#)).

Bei einer Beteiligung zu den gleichen Konditionen wie der *Private Equity*-Investor handelt es sich, isoliert betrachtet, beim bezahlten Preis um einen Verkehrswert und nicht um einen Formelwert.⁶⁷ Entsprechend wäre das Management bei der Veräusserung der Beteiligung grundsätzlich in der Lage, einen

⁶⁷ KS Nr. 37, Ziff. 3.2.2 i.V.m. Ziff. 3.4.3.

steuerfreien privaten Kapitalgewinn zu realisieren.⁶⁸ Neben den allgemeinen Voraussetzungen an den Verkehrswert (Siehe oben, [III.3](#)) gelangt für die Beurteilung eines Verkehrswertes bei einer Management-Beteiligung regelmässig eine Gesamtbetrachtung zur Anwendung. Im Rahmen dieser Gesamtbetrachtung ist das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital (vgl. Darlehensmodell) sowie die Unterscheidung zwischen Stamm- und Vorzugsaktien (vgl. Modell mit unterschiedlichen Aktienkategorien) zu berücksichtigen.

b) Darlehensmodell

Beim Darlehensmodell wird wie bereits erwähnt der *Leverage*-Effekt für das Management im Rahmen ihrer *Sweet Equity*-Beteiligung dadurch erreicht, dass der *Private Equity*-Investor der Gesellschaft zusätzlich zum Eigenkapital auch noch in einem wesentlichen Umfang Fremdkapital als Aktionärsdarlehen zur Verfügung stellt, das eine fixe Verzinsung aufweist (Siehe oben, [II.3.b](#)). Sowohl der *Private Equity*-Investor als auch das Management zeichnen dabei i.d.R. Aktien der gleichen Aktienkategorie, wodurch das Aktienkapital der Gesellschaft nur eine Aktienkategorie aufweist.

Dieser potentiell höhere *Leverage-Effekt* soll nach einem Teil der Lehre in Bezug auf die Erzielung eines steuerfreien Kapitalgewinnes dann unschädlich sein, wenn die Darlehensbedingungen so ausgestaltet sind, dass diese – isoliert betrachtet – einem Drittvergleich standhalten.⁶⁹ Aus ökonomischer Sicht spiegelt diese Betrachtungsweise auch das höhere Risiko des Managements wider, da sie im Wasserfall erst ab einem bestimmten Gewinn (*Hurdle*) gewinnberechtigt sind.

Für die Frage, ob der Drittvergleich im konkreten Fall erfüllt ist, ist beim Darlehensmodell einerseits die Verzinsung des Fremdkapitals sowie andererseits das Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital von Relevanz. Gemäss der Lehrmeinung von Oesterhelt sollte ein Verhältnis zwischen Eigen- und Fremdkapital von 1:4 als drittvergleichskonform angesehen werden. In Bezug auf die Verzinsung sollte aktuell ein Zinssatz von 6–8% p.a. den Anforderungen an eine angemessene Mindestverzinsung gerecht werden.⁷⁰ Gemäss der grundsätzlichen Praxis der ESTV wird die Verzinsung von Darlehen zwischen nahestehenden Parteien in jedem Fall akzeptiert, sofern sich die Darlehenszinsen im Rahmen der jährlich publizierten „*Safe-Harbour*-Zinssätze“ befin-

⁶⁸ Oesterhelt/Risi, 550.

⁶⁹ Oesterhelt/Betschart, Fall 5.

⁷⁰ Oesterhelt/Betschart, Fall 5; ebenso Oesterhelt/Risi, 551 f.

den.⁷¹ Im Rahmen des Darlehensmodells werden diese Zinssätze als Grundlage aber regelmässig nicht akzeptiert. Neben dem Zinssatz sind für die Beurteilung des Drittvergleichs von Darlehen weitere Kriterien zu berücksichtigen, wie bspw. die Laufzeit des Darlehens, das Vorliegen allfälliger Sicherheiten sowie die Ausgestaltung der Amortisation. Des Weiteren können auch Risikoüberlegungen wie bspw. die Frage, ob die Zinserträge im Verhältnis zu den Gesamterträgen geschäftsüblich sind oder das Darlehen ein Klumpenrisiko darstellt, von Relevanz sein.⁷² Die Steuerbehörden stellen an den Nachweis des Drittvergleichs bei Darlehen hohe Hürden. Dennoch ist der Nachweis des Drittvergleichs, unter Berücksichtigung der vorstehenden Kriterien, nicht ausgeschlossen. Damit lässt sich für die Management-Beteiligung ein gewisser Gestaltungsspielraum ermöglichen.

Nach diesem Ansatz kann das Management einen steuerfreien Kapitalgewinn auf die zum Verkehrswert erworbenen Aktien erzielen, auch wenn die Aktien innerhalb von fünf Jahren nach dem Erwerb wieder veräussert werden, da kein Erwerb zu einem Formelwert vorliegt, der eine Umqualifizierung des Veräusserungsgewinnes rechtfertigen würde.⁷³

Sofern die Darlehensbedingungen einem Drittvergleich nicht standhalten, kann der vom Management bezahlte Preis nicht als Verkehrswert akzeptiert werden. Somit unterliegt in diesem Fall die Management-Beteiligung der Besteuerung nach den Regelungen für Mitarbeiterbeteiligungen.

Gewisse Steuerbehörden, die sich bereits zur steuerlichen Behandlung von *Sweet Equity* geäussert haben, wenden in Bezug auf das Darlehensmodell strenge Massstäbe für die Beurteilung der Drittkonditionen des Darlehens an. Begründet wird dies insbesondere mit dem Fehlen von verlässlichen Marktdaten hinsichtlich der korrekten Verzinsung des Darlehens und der Ausprägung des *Leverage*-Effekts. Risi verweist in diesem Sinne auf den häufig sehr ausgeprägten *Leverage* bei *Sweet Equity*-Beteiligungen, der den Drittvergleich fast zwangsläufig scheitern lasse.⁷⁴ Eine gänzliche Verneinung ist allerdings abzulehnen. Sofern Darlehen zu Marktkonditionen durch den *Private Equity*-Investor zur Verfügung gestellt werden, wo bspw. Sicherheiten zur Verfügung gestellt werden, so dürfte ein solches Darlehen für die steuerliche Qualifikation der Management-Beteiligung nicht schädlich sein.

⁷¹ Vgl. Rundschreiben der ESTV zu den steuerlich anerkannten Zinssätzen 2024 für Vorschüsse oder Darlehen.

⁷² Treuhand-Kammer, 8 f.

⁷³ Oesterhelt/Risi, 551.

⁷⁴ Oesterhelt/Risi, 552.

c) *Modell mit unterschiedlichen Aktienkategorien*

Beim Modell mit unterschiedlichen Aktienkategorien kann für das Management ein *Leverage*-Effekt entstehen, indem der *Private Equity*-Investor nebst Stammaktien auch Vorzugsaktien zeichnet, die einen Anspruch auf eine fixe Rendite beinhalten (Siehe oben, [II.3.c](#)). Damit erhöht sich das Risiko für das Management, welches lediglich Stammaktien zeichnet. Damit dieses Modell durch die Steuerbehörden akzeptiert wird, haben einerseits die Bedingungen der Stammaktien, die durch das Management gezeichnet werden, dem Drittvergleich zu entsprechen – dies unter Berücksichtigung des massgeblichen Verkehrswertes. Andererseits gibt es Lehrmeinungen, die ein gewisses Verhältnis zwischen Stamm- und Vorzugsaktien als notwendig erachten. Dabei wird ein Verhältnis zwischen Stamm- und Vorzugsaktien von 1:4 als Obergrenze erachtet.⁷⁵

Zusammenfassend ist für den Erfolg dieses Modells entscheidend, dass einerseits der *Private Equity*-Investor Aktien beider Aktienkategorien in einem bestimmten Umfang zeichnet und dabei die grundsätzlichen Erfordernisse an einen Verkehrswert berücksichtigt werden. Andererseits ist – im Rahmen einer Einzelfallbetrachtung sowie unter Berücksichtigung von allfälligen Darlehen seitens des *Private Equity*-Investors, das Verhältnis zwischen Stamm- und Vorzugsaktien zu berücksichtigen.

d) *Zwischenfazit*

Bei der Ausgestaltung von *Sweet Equity*-Beteiligungen ist stets eine Berücksichtigung der konkreten Umstände des Einzelfalls erforderlich. So sind einerseits die zugrundeliegenden Ziele der Management-Beteiligung – insbesondere *skin in the game*, ein steuerfreier Kapitalgewinn beim Verkauf oder Rückgabeverpflichtungen – zu berücksichtigen. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass unabhängig des Darlehensmodells oder des Modells mit unterschiedlichen Aktienkategorien der *Private Equity*-Investor ein gewisses Volumen an Aktien zu zeichnen hat, damit die Management-Beteiligung als Verkehrswerttransaktion durch die Steuerbehörden akzeptiert wird. Zudem scheitert eine Beteiligung zu einem Verkehrswert, sofern Rückgabeverpflichtungen vereinbart werden.

⁷⁵ Vgl. Oesterhelt/Risi, 551.

6. Eine Management-Beteiligung als Mitarbeiteraktien

a) Grundsätzliches

Sofern die Aktien des Managements unter Berücksichtigung der vorstehenden Ausführungen nicht als Investorenaktien qualifiziert werden können, so unterliegt der geldwerte Vorteil im Zeitpunkt des Erwerbs der Aktien gemäss Art. 17b Abs. 1 DBG bzw. Art. 7d Abs. 1 StHG grundsätzlich der Besteuerung. Mangels vergleichbarem Drittpreis kann dieser aber nicht verlässlich ermittelt werden. Daher wäre eine Möglichkeit – in Analogie zu Ziff. 3.4.3 KS 37 – den Übergewinn aus der dem Drittvergleich nicht standhaltenden *Sweet-Equity*-Komponente im Zeitpunkt der Veräusserung als geldwerten Vorteil zu besteuern.⁷⁶ Auf welche Bemessungsgrundlage eine solche Besteuerung zu stützen wäre, ist jedoch im Rahmen der Schweizer Steuerpraxis nicht abschliessend geregelt. Daher wenden eine Vielzahl der Steuerverwaltungen in solchen Fällen das Formelwertprinzip an, wie dies bei einer üblichen Mitarbeiterbeteiligung zur Anwendung kommt. Es gilt jedoch zu beachten, dass gewisse Kantone auch nach Ablauf der Fünfjahresfrist eine Besteuerung des Übergewinns vorsehen.⁷⁷

Ein Sonderfall stellen Aktien dar, die wohl zu einem Drittpreis, aber nicht zu einem Verkehrswert erworben wurden, weil bspw. eine Rückgabeverpflichtung vereinbart wurde. Gemäss der aktuellen Zürcher Steuerpraxis können diese Aktien jederzeit an eine Drittpartei steuerfrei veräussert werden. Bei einer Veräusserung an die Gesellschaft, eine Gruppengesellschaft oder an den *Privat-Equity*-Investor unterliegt der Kapitalgewinn jedoch unabhängig der Haltedauer immer der Besteuerung. Die steuerliche Beurteilung von Aktien, die zu einem Drittpreis aber nicht zu einem Verkehrswert erworben wurden, weicht jedoch wesentlich zwischen den Kantonen ab.

Abschliessend stellt sich auch die Frage, wie ein allfälliger „Überverlust“ auf den Stammaktien des Managements, der im Vergleich zur negativen Wertentwicklung der Stammaktien und des Darlehens vom *Private-Equity*-Investor entsteht, zu behandeln ist. Aus steuersystematischer Sicht erscheint es in Anbetracht der Erwägungen zur Übergewinnbesteuerung angemessen, dem Ma-

⁷⁶ Zum Ganzen: Oesterhelt/Risi, 551 f.

⁷⁷ Gemäss Risi bilden die für das Management durch die *Sweet Equity*-Konstellationen geschaffenen finanziellen Anreize wirtschaftlich Mitarbeiteroptionen nach, sodass die Stammaktien als „eine Art Option“ bezeichnet werden können. Eine Beschränkung der Übergewinnbesteuerung auf fünf Jahre falle aus diesem Grund ausser Betracht. Vgl. Oesterhelt/Risi, 552.

nagement bei einem „Überverlust“ auf den Stammaktien einen Gewinnungskostenabzug zu gewähren.⁷⁸

b) *Strukturierungsmöglichkeiten von Mitarbeiteraktien*

In der Praxis liegt der Erwerbspreis regelmässig über dem steuerlich massgebenden Formelwert, weil bspw. das Management den gleichen Preis wie der *Privat-Equity*-Investor bezahlt, dieser aber nicht als Verkehrswert akzeptiert wird. Gemäss der aktuellen Steuerpraxis der meisten Kantone geht diese positive Differenz steuerlich ins Leere und wird bei der Übergewinnbesteuerung im Rahmen des Verkaufes nicht mehr berücksichtigt.⁷⁹ In diesem Fall empfiehlt es sich, im Rahmen eines Steuervorbescheides mit den Steuerbehörden eine spezifische Bewertungsformel zu vereinbaren, die möglichst den Erwerbspreis reflektiert und dadurch möglicherweise auch einen höheren Formelwert im Zeitpunkt der Veräusserung ermöglicht.⁸⁰ Da ein Formelwertgewinn in jedem Fall steuerfrei ausfällt, empfiehlt es sich, eine Formel zu wählen, die einen gewissen Hebel und dadurch einen wesentlichen Formelwertgewinn ermöglicht.

Eine weitere Strukturierungsmöglichkeit liegt in der Definition des Wasserfalls. Gewisse Steuerbehörden akzeptieren einen spezifischen Wasserfall als steuerlich massgebenden Veräusserungserlös, unabhängig wie dieser definiert ist. Gewisse Steuerbehörden setzen allerdings voraus, dass die Definition des Wasserfalls vor der Management-Beteiligung in den Statuten festgehalten ist. Vereinbarungen im Aktionärsbindungsvertrag werden regelmässig nicht akzeptiert.

Zusammenfassend lässt sich dadurch eine Besteuerung im Zeitpunkt der Zuteilung verhindern. Bei einer gut strukturierten *Sweet Equity*-Beteiligung kann dadurch auch die Besteuerung des Kapitalgewinnes bei einer Veräusserung mit einer Haltedauer von weniger als fünf Jahren optimiert werden. Nach Ablauf der fünfjährigen Haltefrist kann ein steuerfreier privater Kapitalgewinn realisiert werden. Ebenfalls nicht ausser Acht zu lassen ist die Strukturierungsmöglichkeit mit Gründeraktien.

⁷⁸ Oesterhelt/Risi, 551 f.; Art. 12 MBV.

⁷⁹ Eine andere und nach Ansicht der Autoren korrekte Herangehensweise verfolgen die Kantone Schwyz und St. Gallen, welche in solchen Situationen den Erwerbspreis an den Formelwert anpassen.

⁸⁰ Dies entspricht der Praxis der Mehrheit der Kantone, insbesondere des Kantons Zürich.

7. Co-Investments

Co-Investments sind insbesondere im Rahmen von *Private Equity*-Strukturen anzutreffen. Üblicherweise handelt es sich dabei um Instrumente, die das Management erst dann entschädigen, wenn die Gesellschaft verkauft wird oder an der Börse kotiert wird.⁸¹ Dem Management soll damit ein finanzieller Anreiz gegeben werden, an einem erfolgreichen Exit partizipieren zu können, ohne dass ihm weitreichende Eigentums- und Aktionärsrechte bzw. Mitwirkungsrechte zukommen.

Sofern eine Aktienbeteiligung als *Co-Investment* qualifiziert, dann liegt im steuerlichen Sinne lediglich eine Anwartschaft auf eine spätere vom Erfolg des geplanten Exits abhängige Teilnahme am gesteigerten Unternehmenswert vor. Daher qualifizieren aus einer steuerlichen Sicht Aktienbeteiligungen unter dem Titel von *Co-Investments* als unechte Mitarbeiterbeteiligung i.S.v. Art. 17c DBG bzw. Art. 7e StHG. Typische Merkmale für das Vorliegen einer unechten Mitarbeiterbeteiligung sind gegeben, wenn das *Co-Investment* in einem kausalen Zusammenhang mit dem Arbeitsverhältnis steht, dem Management durch das Instrument lediglich begrenzte Eigentums- und Aktionärsrechte (insbesondere Stimm- und Dividendenrechte) zugeteilt werden oder die Entschädigung erst im Zeitpunkt des Verkaufes bzw. Börsenganges abschätzbar sowie realisiert wird. Auch Übertragbarkeitsbeschränkungen und Verpfändungsverbote weisen auf das Vorliegen von *Co-Investments* hin.⁸²

Die Wertbestimmung für Steuerzwecke von Aktienbeteiligungen, die als *Co-Investment* qualifizieren, erfolgt erst im Zeitpunkt der Realisation. Ein hypothetischer Verkehrswert für die formell eingeräumten Beteiligungsrechte ist entsprechend von vornherein nicht massgeblich.⁸³ Somit kann das durch ein *Co-Investment* beteiligte Management bei der Veräusserung der Beteiligung keinen steuerfreien privaten Kapitalgewinn realisieren. Der ganze Kapitalgewinn unterliegt gemäss Art. 17c DBG bzw. Art. 7e StHG der Besteuerung.

Vor diesem Hintergrund ist bei einer Management-Beteiligung entscheidend, dass die Aktionärsrechte des Managements nicht eingeschränkt werden, um eine Umqualifikation der Aktienbeteiligung in ein *Co-Investment* zu vermeiden.

⁸¹ Urteil des Verwaltungsgerichts des Kantons Aargau WBE.2021.196 vom 7. Juni 2022, E. 2.3.

⁸² Vgl. Jäggi/Eberhard, Fall 2E.

⁸³ Urteil des Verwaltungsgerichts des Kantons Aargau WBE.2021.196 vom 7. Juni 2022, E. 2.4.4.

IV. Fazit

Sweet-Equity ist in der Praxis ein wesentlicher Bestandteil von *Private Equity*-Transaktionen. Denn für *Private Equity*-Investoren ist es zentral, ein motiviertes Management mit an Bord zu haben, welches sich für die Wertsteigerung des Unternehmens engagiert. Bei der Ausgestaltung von *Sweet Equity* handelt es sich in der Praxis oft um komplexe Kapitalstrukturen, wodurch sich die steuerliche Beurteilung schwieriger gestaltet.

Es zeigt sich, dass die steuerliche Beurteilung meist eine Einzelfallbetrachtung ist, wo Unterschiede zwischen den verschiedenen kantonalen Steuerpraxen zu berücksichtigen sind. Damit bei *Strip Investments* und *Sweet Equity* ein steuerfreier Kapitalgewinn erzielt werden kann, bedarf es aus ganzheitlicher Sicht Drittkonditionen, wobei die Strukturierung von entscheidender Bedeutung ist. Andernfalls können unter dem Titel von Mitarbeiteraktien Steuerfolgen resultieren.

Literaturverzeichnis

- Amberg Teddy, Management-Anreizsysteme in der Private-Equity-Industrie, Diss., Zug 2016.
- Bader Hanspeter, *Private Equity* als Anlagekategorie, Bern/Stuttgart/Wien 1996.
- Baier Michael, Unregulierte Rechtsformen zur Strukturierung von *Private Equity* Investitionen: eine Untersuchung anhand der Akquisitionsgesellschaften im Leveraged Management Buy-Out, Diss., Zürich 2019.
- Basler Kommentar zum Obligationenrecht I, in Widmer Lüchinger Corinne/Oser David (Hrsg.), 7. A., Basel 2020 (BSK OR I-Bearbeiter/in, Art. XX, N YY).
- Brauchli Rohrer Barbara/Bühlmann Jonas, Der steuerfreie Kapitalgewinn – eine unendliche Geschichte, *Expert Focus* 04/2024, S. 212 ff.
- Brauchli Rohrer Barbara/Weber Philippe, Die steuerlichen Tücken der Mitarbeiterbeteiligung, *Denaris* 03/2016, S. 31 ff.
- Frey Martin/Leis Timo, Akquisitionsvehikel – Rechtliche und steuerliche Fragen, in: Dieter Gericke (Hrsg.), *Private Equity IV*, 2014, S. 69 ff.
- Frick Jürg, *Private Equity* im Schweizer Recht, *Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht* Nr. 272, Diss., Zürich 2009.
- Hainaut Jean-Marie/Koch Markus/Krützmann Pascal, Mitarbeiteraktien und (steuerfreier) Kapitalgewinn, *EF* 4/21 S. 204.
- Hammad Asif Muhammed/Sabater Annie, European private equity holding periods extend as exit activity slumps, S&P Global vom 28. September 2023, <<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/european-private-equity-holding-periods-extend-as-exit-activity-slumps-77643308>>.

- Hohaus Benedikt/Koch-Schulte Barbara, Manager in Private-Equity-Transaktionen, in: FS 10 Jahre Pöllath + Partners, 2008, S. 93 ff.
- Hongler Peter/Weder Josiane/Graf Ivo, Der steuerfreie Kapitalgewinn, Forum für Steuerrecht 2023/3.
- Jäggi Oliver/Eberhard Benno, Aktuelle Probleme der Besteuerung von Aktiengesellschaft und Aktionär, Fallbeispiele inkl. Lösungshinweisen, ISIS-Seminar 24/301a Unternehmenssteuerrecht 2024, 11./12. März 2024.
- Koch-Schulte Barbara/de Toma Michael, „Sweet Equity“: Zur disproportionalen Zeichnung von Kapitalinstrumenten bei Managementbeteiligungen, BB 04/2021, S. 215 ff.
- Kommentar zum Aargauer Steuergesetz, in: Klöti-Weber Marianne/Schudel Daniel/Schwarb Patrik (Hrsg.), 5. Auflage, Bern 2023 (zit.: Kommentar zum StG-AG-Martin, §26b N 4 ff.).
- Kommentar zum schweizerischen Steuerrecht, Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer (DBG), in: Zweifel/Beusch (Hrsg.), 4. A., Basel 2022 (zit.: DBG-Komm.-Vallucci/Zellweger, Art. 17a, N 48).
- Kommentar zum Zürcher Steuergesetz, in: Richner/Frei/Kaufmann/Rohner (Hrsg.), 4. A., Zürich 2021 (zit.: Richner/Frei/Kaufmann/Rohner, Art. 17b, N 14f. und Art. 17a, N 1a.).
- Oesterhelt Stefan/Betschart Philipp, Umqualifikation von Veräusserungsgewinn in Erwerbseinkommen, Fallbeispiele inkl. Lösungshinweise, ISIS-Seminar 23/304, 18./19. September 2023.
- Oesterhelt Stefan/Dubach Manuel, Mitarbeiterbeteiligungen bei nicht kotierten Unternehmen, StR 76/2021 S.2.
- Oesterhelt Stefan/Gammeter Thomas, Besteuerung von Mitarbeiterbeteiligungen, Projectus Seminar, 18. März 2024.
- Oesterhelt Stefan/Risi Véronique, Steuerliche Behandlung von Sweet Equity, EF 10/23 S. 549 ff.
- Reichling Peter/Beinert Claudia/Henne Antje, Praxishandbuch Finanzierung, Wiesbaden 2005.
- Risi Andreas/Schmid Remo, Steuerliche Bewertung von aktienbasierten Finanzinstrumenten – Anreize für Mitarbeiter, ST 11/07, S. 886 ff.
- Schalast Christoph/Winter Dennis/Wedell Gregor, Interessenkonflikte und Incentivierung des Managements bei Management Buy-Outs mit Private Equity Investoren. Empirische Analyse aus Sicht der Unternehmensverkäufer, in: Saenger Ingo/Schewe Gerhard (Hrsg.), Forum Merger & Acquisitions 2012, S. 301 ff.
- Shobe Jarrod, Misaligned Interests in Private Equity, BYU Law Review, 2016/05, S. 1438 ff.
- Treuhand-Kammer (Hrsg.), Ausgewählte Fragen und Antworten bei der Beurteilung konzerninterner Forderungen, Cash Pooling und Dividenden im Hinblick auf Art. 680 Abs. 2 OR.

Tüxen Andreas/Mentzel Moritz, Die Geschäftsführung der Zielgesellschaft im Spannungsfeld zwischen Käufer und Verkäufer im Unternehmenskauf – unter besonderer Berücksichtigung des Urteils des OG Düsseldorf vom 16.6.2016 – I-6 U 20/15, KSzW 01-02.2017, S. 25 ff.

Vidal Karl Angelo/Sabater Annie, Private equity buyout funds show longest holding periods in 2 decades, S&P Global vom 22. November 2024, <<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/private-equity-buyout-funds-show-longest-holding-periods-in-2-decades-79033309>>.

Von Salis Ulysses, Private Equity Finanzierungsverträge, Funktion – Recht – Steuern, Zürich 2002.