

Sonderdruck

M & A
Recht und Wirtschaft in der Praxis
Liber amicorum für Rudolf Tschäni

Herausgegeben von

Matthias Oertle
Stefan Breitenstein

Matthias Wolf
Hans-Jakob Diem

STEFAN BREITENSTEIN
Trusts und M & A



2010. Dike Verlag AG, Zürich/St. Gallen
ISBN 978-03751-265-4

Trusts und M&A

STEFAN BREITENSTEIN

Inhaltsübersicht

I.	Einleitung	129
II.	Trust und Trustee	130
	A. Was ist ein Trust?	130
	B. Stellung des Trustees	131
	C. Anwendbares Recht	132
	D. Die Sorgfaltspflicht des Trustees im Allgemeinen	134
	E. Die historische Entwicklung der Sorgfaltspflicht des Trustees bei Investitionen	134
III.	Der Trust als Anleger und Käufer von Vermögenswerten	135
	A. Grundsätze	135
	1. Investition in alle Arten von Anlagen	136
	2. Diversifikation und Angemessenheit	136
	3. Angemessene Sorgfalt	137
	4. Delegation von Anlageentscheiden	137
	B. Vorrang der Bestimmungen des Trusts	139
	C. Würdigung	140
IV.	Der Trust als Verkäufer von massgebenden Beteiligungen an Unternehmen	140
	A. Pflicht der Trustees zum Verkauf von unzweckmässigen Vermögenswerten	141
	B. Darf der Trustee Aktien verkaufen?	141
	C. Welche kommerziellen Punkte sind zu beachten?	142
	D. Welche rechtlichen Punkte sind zu beachten?	143
	E. Wie ist die Transaktion als Ganzes zu beurteilen?	145

I. Einleitung

Die Schweiz hat für das internationale Trust-Geschäft in den letzten Jahren stetig an Attraktivität gewonnen. Diese Attraktivität wird sich voraussichtlich in den nächsten Jahren noch erhöhen. Eine wesentliche Grundlage für das zunehmende Interesse des internationalen Trust-Geschäfts an der Schweiz ist die Rechtssicherheit, welche durch die Ratifikation und das Inkrafttreten des Haager Trust-Übereinkommens geschaffen wurde. Parallel dazu brachten die neuen steuerlichen Regeln des Kreisschreibens

Nr. 30¹ Klarheit über die Grundsätze der steuerlichen Behandlung von Trusts und bildeten die Grundlage für eine attraktive steuerliche Behandlung von internationalen Trusts in der Schweiz. Schliesslich hat die Wirtschaftskrise zu einer massiven Erhöhung der Verschuldung der westlichen Staaten geführt, was in den kommenden Jahren zu einer signifikanten Erhöhung des Steuerdruckes auf die Einwohner dieser Staaten führen wird. Dieser Steuerdruck wird zur Verlagerung von Vermögen, Vermögensverwaltung und Wohnsitz von vermögenden Personen in Länder mit politisch stabilem und steuerlich attraktivem wirtschaftlichen Umfeld führen. Von diesem Trend wird auch das internationale Trust-Geschäft der Schweiz profitieren.

Eine im Januar 2008 publizierte Analyse des Trust-Geschäftes in der Schweiz² hat aufgezeigt, dass im Rahmen der Wertschöpfungskette «Vermögensverwaltung» bei Schweizer Banken CHF 2'048 Mrd. verwaltet werden, die potenziell für Vermögensverwaltungs-Trusts in Frage kommen. Diese hohe Zahl kommt dadurch zustande, dass Schweizer Banken ihren Kunden nahe legen, ihre Vermögen ab einer bestimmten Grösse aus Gründen der Nachlassplanung nicht mehr im eigenen Namen zu halten, sondern in Trusts oder anderen Vermögenseinheiten zu strukturieren. Dieser Trend wird wohl die laufende Steuerhinterziehungsdiskussion überleben.

Aufgrund dieser zunehmenden Bedeutung des Trusts in der Schweiz lohnt es sich, einen Blick auf die rechtlichen Rahmenbedingungen zu werfen, unter denen ein Trust das Trustvermögen investiert und damit gegebenenfalls M&A-Aktivitäten entfaltet.

Nachfolgend werden zunächst die Begriffe «Trust» und «Trustee» erläutert und die Sorgfaltspflichten des Trustees untersucht. Sodann werden die rechtlichen Rahmenbedingungen für den Trustee als Investor erläutert. Schliesslich wird auf die Verhaltensregeln des Trustees beim Verkauf von massgebenden Beteiligungen eingegangen.

II. Trust und Trustee

A. Was ist ein Trust?

Es ist zweckmässig, einen Trust zu umschreiben, statt nach einer Definition zu suchen. In seinem Standardwerk beschreibt DAVID HAYTON³ den Trust als eine Rechts-

¹ Schweizerische Steuerkonferenz, Kreisschreiben Nr. 30 «Besteuerung von Trusts» vom 22. August 2007.

² OLIVER WÜNSCH/HANS GEIGER/RUDOLF VOLKART, Trusts in der Vermögensverwaltung – Analyse der Branche in der Schweiz, Swiss Banking Institute, Januar 2008.

³ DAVID HAYTON/PAUL MATHEWS/CHARLES MITCHELL, Underhill and Hayton, Law of Trusts and Trustees, 17. Aufl., LexisNexis 2006, (zit. UNDERHILL and HAYTON), Chapter 1.1, 2 ff.

beziehung, die den Trustee verpflichtet, Vermögenswerte, deren Eigentümer er ist, die aber ein Sondervermögen darstellen und nicht zu seinem privaten Vermögen gehören, zugunsten eines Begünstigten zu halten, zu verwalten und zu verwenden.⁴ Art. 2 Abs. 1 des Haager Trust-Übereinkommens (HTÜ) umschreibt den Trust als die von einer Person, dem Begründer (*Settlor*) – durch Rechtsgeschäft unter Lebenden oder für den Todesfall – geschaffene Rechtsbeziehung, wenn Vermögen zugunsten eines Begünstigten oder für einen bestimmten Zweck der Aufsicht eines Trustee unterstellt worden ist. Nach Art. 2 Abs. 2 HTÜ hat ein Trust folgende Eigenschaften:

- a) Das Vermögen des Trusts stellt ein getrenntes Sondervermögen dar und ist nicht Bestandteil des persönlichen Vermögens des Trustees.
- b) Die Rechte in Bezug auf das Vermögen des Trusts lauten auf den Namen des Trustees oder auf den einer anderen Person in Vertretung des Trustees.
- c) Der Trustee hat die Befugnis und die Verpflichtung, über die er Rechenschaft abzulegen hat, das Vermögen in Übereinstimmung mit den Trustbestimmungen und den ihm durch das Recht auferlegten besonderen Verpflichtungen zu verwalten, zu verwenden und darüber zu verfügen.

Der Trust ist keine juristische Person. Entsprechend ist hinsichtlich des Trustvermögens nicht der Trust, sondern allein der Trustee als Eigentümer aktiv- und passiv legitimiert.

B. Stellung des Trustees

Der Trustee hält die ihm übertragenen Vermögenswerte in seinem Eigentum, mit der Massgabe, sie zugunsten des Begünstigten oder des Zweckes des Trusts zu verwalten und zu verwenden. Dabei hat er die Bestimmungen der Trusturkunde und die ihm vom Gesetz und vom Case Law auferlegten Pflichten zu beachten. Hinsichtlich der Rechte und Pflichten des Trustees unterscheidet man zwischen administrativen und dispositiven Befugnissen («*administrative and dispositive powers*»). Die administrativen Befugnisse erlauben es dem Trustee, das Trustvermögen zu verwalten. Dazu gehören unter anderem das Investieren des Trustvermögens, der Verkauf von Trustvermögen, die Ernennung von neuen oder zusätzlichen Trustees und das Recht, Beauftragte beizuziehen. Die dispositiven Befugnisse erlauben es dem Trustee, zugunsten des Begünstigten über das Trustvermögen zu verfügen. Dazu gehören unter anderem die Befugnis, anfallende Erträge auszuschütten oder gegebenenfalls nicht auszuschütten,

⁴ PETER MAX GUTZWILLER, Schweizerisches Trustrecht, Basel 2007, Ziff. 7 ff., 4 ff.

sondern zu akkumulieren, Begünstigte zu bestimmen und gegebenenfalls den Begünstigten das Kapital ganz oder teilweise zukommen zu lassen.⁵

C. Anwendbares Recht

Mit der Ratifikation und dem Inkrafttreten des Haager Trust-Übereinkommens bestimmt sich das auf Trusts anwendbare Recht in der Schweiz ausschliesslich nach diesem Übereinkommen. Nach Art. 6 Abs. 1 HTÜ untersteht der Trust dem vom Begründer gewählten Recht. Die Rechtswahl muss ausdrücklich sein oder sich aus den Bestimmungen der Trusturkunde ergeben, wobei diese, soweit erforderlich, nach den Umständen des Falles auszulegen ist. In der Regel dürften alle Trusturkunden eine Rechtswahlklausel enthalten. Für den Ausnahmefall, dass kein anwendbares Recht gewählt worden ist, untersteht der Trust nach Art. 7 HTÜ dem Recht, mit dem er die engste Verbindung aufweist. Bei der Bestimmung des Rechts, mit dem der Trust die engste Verbindung aufweist, ist insbesondere Folgendes zu berücksichtigen: (a) Der vom Begründer bezeichnete Ort der Verwaltung des Trusts, (b) die Belegenheit des Vermögens des Trusts, (c) der Ort des gewöhnlichen Aufenthalts oder der Niederlassung des Trustees und (d) die Zwecke und die Orte, an denen sie erfüllt werden sollen. Sieht das vom Begründer gewählte Recht Trusts nicht vor, so ist die Rechtswahl unwirksam und das nach Art. 7 HTÜ bestimmte Recht anzuwenden (Art. 6 Abs. 2 HTÜ).

Auf dieser Grundlage ergibt sich zweierlei. Zunächst hat ein Schweizer Trustee dafür besorgt zu sein, dass die Trusturkunde eine gültige Rechtswahl enthält. Die Wahl von Schweizer Recht ist nicht möglich, da sie unwirksam ist. Zweitens untersteht die Tätigkeit des Schweizer Trustees immer ausländischem Recht.

Das auf den Trust anwendbare Recht regelt die Gültigkeit des Trusts, seine Auslegung, seine Wirkung und seine Verwaltung. Nach Art. 8 Abs. 2 regelt dieses Recht insbesondere:

- a) Die Ernennung, den Rücktritt und die Abberufung von Trustees, die Fähigkeit, als Trustee zu handeln, und die Übertragung der Aufgaben eines Trustees;
- b) die Rechte und Pflichten von Trustees untereinander;
- c) das Recht von Trustees, die Wahrnehmung ihrer Pflichten oder die Ausübung ihrer Befugnisse ganz oder teilweise zu übertragen;
- d) die Befugnis von Trustees, das Vermögen des Trusts zu verwalten, darüber zu verfügen, daran Sicherungsrechte zu begründen oder neues Vermögen zu erwerben;

⁵ OLIVER ARTER, *Anwalt und Trust*, in: *Haftpflicht des Rechtsanwaltes*, Zürich/St. Gallen 2006, 122 f.

- e) die Befugnisse von Trustees, Investitionen vorzunehmen;
- f) Beschränkungen in Bezug auf die Dauer des Trusts und in Bezug auf die Befugnis, aus den Einkünften des Trusts Rücklagen zu bilden;
- g) die Beziehungen zwischen den Trustees und den Begünstigten, einschliesslich der persönlichen Haftung der Trustees gegenüber den Begünstigten;
- h) die Änderung oder Beendigung des Trusts;
- i) die Verteilung des Vermögens des Trusts;
- j) die Verpflichtung von Trustees, über ihre Verwaltung Rechenschaft abzulegen.

Dabei ist zu beachten, dass es möglich ist, für einen abtrennbaren Teilbereich des Trusts wie zum Beispiel seine Verwaltung, ein anderes Recht zu wählen (Art. 9 HTÜ). Das auf die Gültigkeit des Trusts anwendbare Recht bestimmt jedoch, ob dieses Recht oder das für einen abtrennbaren Teilbereich des Trusts massgebliche Recht durch ein anderes Recht ersetzt werden kann (Art. 10 HTÜ). Es ist zu empfehlen, von der Möglichkeit der Teilrechtswahl wegen der damit verbundenen Rechtsunsicherheit bei der praktischen Anwendung nicht Gebrauch zu machen.

Auf Initiative der Nicht-Trust Staaten findet das Truststatut auf eine ganze Reihe von Fragen keine Anwendung, wenn die *lex fori* zwingend die Anwendung des eigenen Rechts vorsieht. Vorbehalten werden insbesondere die zwingenden Bestimmungen aus folgenden Gebieten:

- a) Schutz Minderjähriger und Handlungsunfähiger;
- b) persönliche und vermögensrechtliche Wirkungen der Ehe;
- c) Erbrecht einschliesslich Testamentsrecht, insbesondere Pflichtteil;
- d) Übertragung von Eigentum und dingliche Sicherungsrechte;
- e) Schutz von Gläubigern bei Zahlungsunfähigkeit;
- f) Schutz gutgläubiger Dritter in anderen Belangen.

Auch vorbehalten werden Bestimmungen der *lex fori*, die den Charakter von «lois d'application immédiate» haben (Art. 16 HTÜ). Selbstverständlich kann die Anwendung des anwendbaren Rechts dann verweigert werden, wenn seine Anwendung mit der öffentlichen Ordnung («Ordre public») offensichtlich unvereinbar wäre (Art. 18 HTÜ). Schliesslich lässt das Übereinkommen die Befugnisse der Staaten in Steuer-sachen unberührt (Art. 19 HTÜ).

D. Die Sorgfaltspflicht des Trustees im Allgemeinen

Der UK Trustee Act 2000 verlangt, dass der Trustee seine Pflichten mit der den Umständen vernünftigerweise entsprechenden Sorgfalt und Fähigkeiten erfüllt. Dabei sind sein Spezialwissen und seine Erfahrung zu berücksichtigen, über welche er verfügt oder welche er nach aussen kund tut. Wenn ein Trustee im Rahmen seiner Geschäftstätigkeit oder seines Berufes handelt, so ist dasjenige Spezialwissen und diejenige Erfahrung vorzusetzen, die von einer Person vernünftigerweise erwartet werden kann, welche geschäfts- oder berufstätig ist (UK Trustee Act 2000 Section 1). Dieser Sorgfaltsmassstab gilt für Anwälte, Bücherexperten und Vermögensverwalter, welche gegen Bezahlung tätig werden.⁶ Die englische Rechtsprechung ging ursprünglich von der Sorgfalt eines ordentlichen vorsichtigen Kaufmannes aus, welche dieser in seinen eigenen Geschäften anwendet. Dabei wurden von einem bezahlten Trustee höhere Sorgfalt und Fähigkeiten verlangt als von einem nicht bezahlten Trustee.⁷

E. Die historische Entwicklung der Sorgfaltspflicht des Trustees bei Investitionen

In Bezug auf Investitionen nahm die Rechtsprechung jedoch eine Differenzierung zugunsten eines strengeren Sorgfaltsmassstabes vor. Bei Investitionen wurde der Sorgfaltsmassstab massgebend, der von einem ordentlichen sorgfältigen Kaufmann zu beachten ist, welcher für andere Personen tätig wird, denen er moralisch verpflichtet ist. Entsprechend waren spekulative Geschäfte ausgeschlossen, die ein ordentlicher sorgfältiger Kaufmann gelegentlich abschloss. «Safety first» war der massgebende Grundsatz.⁸ Insbesondere verlangten die Gerichte nach diesem Sorgfaltsmassstab eine Diversifikation der Anlagen. Es galt deshalb bei Investitionen grundsätzlich der «prudent investor» Standard und nicht der «prudent businessman» Standard. Diese Rechtsprechung rief die Gesetzgeber verschiedener Länder auf den Plan, die zum Zwecke der Rechtssicherheit Gesetze mit Listen von zulässigen, d.h. nicht spekulativen Anlagen erliessen. Diese Listen wurden mit der Entwicklung der Wirtschaft allmählich erweitert und gelten in gewissen Ländern heute noch. Entsprechend dieser historischen Entwicklung können zwei Konzepte unterschieden werden:⁹

⁶ UNDERHILL and HAYTON (FN 3), Chapter 52.5, 710.

⁷ UNDERHILL and HAYTON (FN 3), Chapter 52.1, 709 ff.

⁸ UNDERHILL and HAYTON (FN 3), Chapter 52.3, 709; Re Whiteley (1886) 33 Ch D 347.

⁹ Zum Ganzen: PAOLO PANICO, Trustee investment powers in international trust law, *Trust & Trustee*, Vol. 15, No. 2, April 2009, 96 ff.; OLIVER ARTER, Aspekte der Vermögensverwaltung für Trustvermögen, *Der Schweizer Treuhänder* 8/2005, 592 ff. mit einer Übersicht zur amerikanischen Rechtsentwicklung.

- «prudent businessman» Grundsatz unter Anwendung einer Liste von zulässigen Investitionen,
- «prudent investor» Grundsatz mit Auswahl und Verwaltung eines angemessen diversifizierten Portfolios.

Der erstgenannte Grundsatz findet nach wie vor in gewissen Rechtsordnungen Anwendungen, so zum Beispiel in Hongkong.¹⁰ Allmählich fand jedoch die moderne Portfolio-Theorie Eingang in alle massgebenden Common Law Rechtsordnungen und der «prudent investor» Grundsatz setzte sich durch. In den Vereinigten Staaten erfolgte der Wechsel durch den Uniform Prudent Investor Act (1995) (UPIA), welcher auf dem Restatement of the Law Third, Trusts (1992) des American Law Institute basiert und per Mai 2004 in 44 Staaten und den District of Columbia Anwendung findet. In England brachte der UK Trustee Act 2000 die massgebende Änderung.

III. Der Trust als Anleger und Käufer von Vermögenswerten

A. Grundsätze

Unabhängig von den Einzelheiten der gesetzlichen Regelungen der verschiedenen Rechtsordnungen umfassen heute die meisten geltenden, gesetzlichen Regelungen zur Vermögensanlage durch den Trustee folgende Grundsätze:¹¹

- Der Trust ist befugt, in alle Arten von Vermögenswerten zu investieren.
- Die einzelne Anlage ist nicht isoliert, sondern im Kontext eines angemessen diversifizierten Portfolios zu beurteilen, wobei unter speziellen Umständen Ausnahmen zulässig sind.

¹⁰ PANICO (FN 9), 98. Inspiriert von UK Trustee Act 1925 führt der 2. Anhang der Hong Kong Trustee Ordinance folgende Anlagen auf:

- Shares listed on an approved stock exchange and issued by a company with an appropriate market capitalization;
- Corporate bonds with an appropriate rating;
- Government bonds and government-backed securities;
- Authorized mutual funds and investment trusts;
- Deposits with authorized institutions;
- Certificates of deposit and other instruments of debt issued by authorized institutions;
- First mortgages of property;
- Derivatives traded on an approved market, the investment in which is authorized for hedging purposes only.

¹¹ PANICO (FN 9), 99.

- Der Trust hat bei der Vermögensanlage angemessene Sorgfalt anzuwenden.
- Die Delegation von Anlageentscheidungen hat nach gewissen Grundsätzen zu erfolgen.

1. Investition in alle Arten von Anlagen

Gemäss Section 3 des UK Trustee Act 2000 kann der Trustee für den Trust in alle Arten von Vermögenswerten investieren, wie wenn er Volleigentümer dieser Vermögenswerte wäre.¹² Mit diesem Grundsatz wurde das Konzept der Enumeration von nicht spekulativen Anlagen aufgegeben.

2. Diversifikation und Angemessenheit

Die Berechtigung, in Vermögenswerte aller Art zu investieren, wird jedoch dadurch eingeschränkt, dass vom Trustee verlangt wird, bei der Vermögensanlage «standard investment criteria» zu beachten. Diese «standard investment criteria» werden im UK Trustee Act 2000 in Section 4 wie folgt umschrieben:

- a) The suitability to the trust of investments of the same kind as any particular investment proposed to be made or retained and of that particular investment as an investment of that kind, and
- b) the need for diversification of investments of the trust, in so far as is appropriate to the circumstances of the trust.

Gemäss den so definierten Anlagegrundsätzen hat der Trustee bei seinen Anlageentscheiden die Angemessenheit und die Diversifikation zu beachten. Seine Beurteilung erfolgt nach den Umständen des Einzelfalles. Erweisen sich die Anlagen als nicht erfolgreich, so wird der Trustee sicherlich die Frage beantworten müssen, inwieweit er die Grundsätze der Angemessenheit und Diversifikation berücksichtigt hat. Diese Rechtslage hat dazu geführt, dass Trustees oft Experten wie Vermögensverwalter oder Banken beiziehen, um sicherzustellen, dass die gesetzlichen Erfordernisse eingehalten werden.¹³

¹² Section 3 Abs. 1 UK Trustee Act 2000 lautet wie folgt: «Subject to the provision of this Part, a trustee may make any kind of investment that he could make if he were absolutely entitled to the assets of the trust»; für Verweise auf andere Rechtsordnungen vgl. PANICO (FN 9), 99.

¹³ Hierzu bestimmt Section 5 Abs. 1 UK Trustee Act 2000: «Before exercising any power of investment ... a trustee must (unless the exception applies) obtain and consider proper advice about the way in which, having regard to the standard investment criteria, the power should be exercised.».

3. Angemessene Sorgfalt

Der Anlageentscheid des Trustees darf nicht in einem Vakuum erfolgen. Vielmehr hat der Trustee bei seinem Anlageentscheid die Umstände des Einzelfalles angemessen zu berücksichtigen. Im Sinne einer Checkliste führt der amerikanische UPIA in Section 2(c) folgende Kriterien auf:

- Allgemeine wirtschaftliche Umstände
- Mögliche Auswirkungen von Inflation und Deflation
- Erwartete Steuerfolgen von Anlageentscheiden
- Rolle der Einzelinvestition im Rahmen des Gesamtportfolios des Trusts
- Erwarteter Gesamtertrag und Wertsteigerung des Kapitals
- Andere Einkommensquellen des Begünstigten
- Bedürfnis von Liquidität, regelmässigem Einkommen und Erhalt und Vermehrung des Kapitals
- Spezieller Bezug zu Vermögenswerten oder spezieller Wert für den Trust oder die Begünstigten.

4. Delegation von Anlageentscheiden

Bei der Delegation von Anlageentscheiden hat der Trustee gewisse Grundsätze zu beachten und diese mit angemessener Sorgfalt, Fähigkeit und Vorsicht anzuwenden. Diese Grundsätze werden im amerikanischen UPIA in Section 9 wie folgt zusammengefasst:

- Auswahlkriterien für den Beauftragten
- Bestimmung des Umfangs und der Dauer der Delegation
- Periodische Überprüfung der Tätigkeit des Beauftragten.

Der UPIA bestimmt weiter, dass der Beauftragte verpflichtet ist, seine Aufgaben sorgfältig und im Rahmen seines Mandates auszuführen. Hat der Trustee die Grundsätze der Delegation beachtet, so haftet er nicht für Entscheide des Beauftragten.

Der UK Trustee Act 2000 geht in Bezug auf die Regulierung der Delegation noch weiter und verlangt ein formelles Investment Policy Statement. Section 15 Abs. 2 UK Trustee Act 2000 bestimmt hierzu:

«The trustees may not authorise a person to exercise any of their asset management functions as their agent unless:

- a) they have prepared a statement that gives guidance as to how the functions should be exercised («a policy statement»), and
- b) the agreement under which the agent is to act includes a term to the effect that he will secure compliance with –
 - i. the policy statement, or
 - ii. if the policy statement is revised or replaced under section 22, the revised or replacement policy statement.»

Das Investment Policy Statement hat sicherzustellen, dass das Trustvermögen im besten Interesse des Trusts und der Begünstigten verwaltet wird. Es hat grundsätzlich schriftlich zu erfolgen. Obwohl ein schriftliches Investment Policy Statement nicht in allen Trust-Rechtsordnungen gesetzlich vorgeschrieben ist, gilt es als «best industry practice».¹⁴ Für die richterliche Beurteilung wird das Investment Policy Statement als wesentliche Grundlage betrachtet, ob der Trustee die Grundsätze einer sorgfältigen Vermögensanlage beachtet hat. Es hat die gesamten Umstände des Trusts zu erwägen und kann folgende Aspekte berücksichtigen:¹⁵

- a) Zweck der Anlage. Das Investment Policy Statement hat den Zweck der Anlagen klar zu identifizieren. Der Zweck kann in Einkommensgenerierung oder Kapitalwachstum oder einer Kombination aus beidem bestehen. Gegebenenfalls kann es Prioritäten festlegen.
- b) Zeithorizont. Der Trustee muss sich Klarheit verschaffen, wie lange die Vermögenswerte voraussichtlich im Trust sein werden und was die Erwartungen der Begünstigten in Bezug auf Ausschüttungen sind. Diese Erwartungen können sich über die Zeit verändern. Manche Trusts werden durch den Settlor mit der Absicht errichtet, eine Dynastie zu begründen und die Generationenfolge sicherzustellen und zu erleichtern. Steuerliche Aspekte stehen hier nicht im Vordergrund. Die Vermögensanlage hat diesen Umständen Rechnung zu tragen.
- c) Einkommenserwartungen. Die Höhe und die Häufigkeit des erwarteten Einkommens sind festzulegen. Der Trustee muss sich klar werden, wie viel, wie oft und wie lange die Begünstigten Einkommen erwarten.
- d) Liquidität. Der Trustee hat die Natur und den Zeitpunkt der erwarteten Ausschüttungen zu verstehen. Liquiditätsbedürfnisse können zum Beispiel durch Steuerrechnungen, Schulgeld und Hauskäufe entstehen. Hier ist insbesondere zu beachten, dass Hedge Fonds-Anlagen zwar hohe Renditen versprechen, aber meist nicht liquide sind.

¹⁴ MARK WAIN/MICHAEL SHENKIN, *Trustee investment powers and the use of asset managers*, *Trust & Trustee*, Vol. 15, No. 2, April 2009, 73.

¹⁵ WAIN/SHENKIN (FN 14), 73 f.

- e) Risikotoleranz. Der Trustee hat die Risikotoleranz des Trusts festzulegen. Dabei hat er das Risikoprofil der Begünstigten zu beachten, welches von Alter, Lebensumständen und Lebenseinstellung abhängen kann.
- f) Investment Restrictions. Investment Restrictions können sich aus Steuergründen ergeben. Steuerliche Bestimmungen können Anlagen in bestimmten Ländern oder Anlageprodukten behindern. Auch können Vorgaben des Settlers Anlagen aus ethischen oder moralischen Gründen untersagen.
- g) Asset Allocation. Es kann für den Trust angemessen sein, für bestimmte Arten von Anlagen (z.B. Aktien) maximale oder minimale Limiten festzulegen.
- h) Benchmarks und Referenzwährungen. Aufgrund der Art des Portfolios und des Risikoprofils können Benchmarks und Referenzwährung festgelegt werden. Die Referenzwährung richtet sich am zweckmässigsten nach dem Wohnsitz des Begünstigten.
- i) Steueraspekte. Der Trustee sollte die steuerlichen Auswirkungen von Anlageentscheiden sowohl in Bezug auf den Trust, den Settlor und die Begünstigten verstehen und gegebenenfalls in die Anlageentscheide einbeziehen.
- j) Überwachung und Berichterstattung. Der Trustee sollte periodisch Berichte über die Vermögensverwaltung erhalten und diese mit dem beauftragten Vermögensverwalter, und gegebenenfalls dem Settlor und den Begünstigten besprechen.

B. Vorrang der Bestimmungen des Trusts

Die im vorstehenden Abschnitt zusammengefassten Grundsätze zur Sorgfaltspflicht des Trustees bei der Vermögensanlage sind grundsätzlich subsidiär. Sie kommen nur zur Anwendung, wenn die Trusturkunde hierzu keine Bestimmungen enthält oder auslegungsbedürftig ist. Dies geht zum Beispiel klar aus dem amerikanischen UPIA hervor, der in Section 1(b) bestimmt:

«The prudent investor rule, a default rule, may be expanded, restricted, eliminated, or otherwise altered by the provisions of a trust. A trustee is not liable to a beneficiary to the extent that the trustee acted in reasonable reliance on the provisions of the trust.»

In analoger Weise bestimmt der UK Trustee Act 2000, dass die allgemeinen Investitionsbefugnisse des Trustees «subject to any restriction or exclusion imposed by the trust instrument» sind.¹⁶

¹⁶ UK Trustee Act 2000, Section 6 (1)(b).

Ein typischer Fall ist die Ausnahme vom Diversifikationserfordernis. Es kann zum Beispiel gerade der Zweck des Trustes sein, Aktien der Familienholding zu halten. In einem solchen Fall sollte der Trustee sicherstellen, dass die Trusturkunde das Halten der Aktien der Familienholding ausdrücklich vorsieht. Ist dies nicht der Fall, so kann er dennoch vom Grundsatz der Diversifikation abweichen, «in so far as is appropriate to the circumstances of the trust».¹⁷ Massgebend sind auch hier die gesamten Umstände des Einzelfalles.

C. Würdigung

Aus dem Überblick über die Grundsätze der sorgfältigen Vermögensanlage durch den Trustee ergibt sich, dass Trusts im Allgemeinen nicht als Käufer von massgeblichen Beteiligungen an Unternehmen auftreten. Die unternehmerische Tätigkeit ist im Allgemeinen nicht die für einen Trust vorgesehene Tätigkeit. Trusts sind vielmehr auf das passive Halten und Verwalten von Vermögenswerten ausgerichtet. Es überrascht deshalb nicht, dass bei Unternehmenskäufen in der Schweiz Trusts kaum als Käufer aufgetreten sind.

Dennoch liesse sich der Trust bei entsprechender Ausgestaltung der Trusturkunde auch als Investmentvehikel für Unternehmensübernahmen verwenden. Die Flexibilität dieses Rechtsinstitutes wird durch die Vielzahl von Commercial Trusts unter Beweis gestellt, welche als Investment Unit Trusts, Securitisation Trusts, Debenture Trusts, Pension Fund Trusts, Voting Trusts oder als Business Trusts in Erscheinung treten.¹⁸ In den USA werden Trusts als sogenannte REITs, Real Estate Investment Trusts verwendet, welche in Immobilienanlagen aller Art investieren. Im Bereich Private Equity hat sich jedoch die Limited Partnership etabliert, so dass sich hier für Trusts kein Anwendungsfeld mehr bietet. Somit werden Trusts als Käufer von massgeblichen Beteiligungen an Unternehmen wohl die absoluten Einzelfälle bleiben.

IV. Der Trust als Verkäufer von massgebenden Beteiligungen an Unternehmen

Demgegenüber ist der Fall, in dem ein Trust als Verkäufer der Aktien eines Unternehmens auftritt, häufiger. Bei internationalen Trusts kommt es nicht selten vor, dass der Settlor Aktien seines Unternehmens zum Zwecke der Nachfolgeplanung in einen Trust einbringt. Nach seinem Tod kann sich ergeben, dass sich die Unternehmens-

¹⁷ UK Trustee Act 2000, Section 4 (3)(b).

¹⁸ OLIVER ARTER, Commercial Trusts, in: Entwicklungen im Gesellschaftsrecht II, Bern 2007, 307 ff.

nachfolge nicht so entwickelt, wie sie angedacht war und der Verkauf der Aktien des Unternehmens angezeigt ist.

Im Zusammenhang mit dem Verkauf von Aktien des Unternehmens stellen sich dem Trustee eine Anzahl von Fragen, die wie folgt gegliedert werden können:

- Besteht eine Pflicht zum Verkauf der Aktien?
- Ist der Trustee berechtigt, die Aktien zu verkaufen?
- Welche kommerziellen Punkte sind zu beachten?
- Welche rechtlichen Punkte sind von Relevanz?
- Wie ist die Transaktion als Ganzes zu beurteilen?

A. Pflicht der Trustees zum Verkauf von unzumutbaren Vermögenswerten

Nach dem englischen Case Law ergibt sich unter Umständen eine Pflicht zum Verkauf von unzumutbaren Vermögenswerten, welche sich aus den vorne beschriebenen Grundsätzen zur vorsichtigen Vermögensanlage herleitet. In Fällen, da der Nachlass in einen Trust eingebracht wird, müssten die unzumutbaren Vermögenswerte («improper securities») verkauft und durch zulässige Vermögenswerte ersetzt werden, welche den Grundsätzen der Sorgfalt und Vorsicht sowie den Pflichten des Trustees unter dem UK Trustee Act 2000 entsprechen. Ausgenommen sind Fälle, in denen die Trusturkunde Weisungen enthält, dass ein bestimmter Vermögenswert *in specie* genützt werden soll oder die Trusturkunde dem Trustee das Recht gibt, einen Verkauf aufzuschieben. Ein solches Recht hat der Trustee unvoreingenommen und in guten Treuen auszuüben.¹⁹

B. Darf der Trustee Aktien verkaufen?

Bevor ein Trustee Aktien eines Unternehmens aus dem Trustvermögen verkauft, hat er anhand der Trusturkunde zu prüfen, ob er zum Verkauf überhaupt berechtigt ist. Im Allgemeinen enthält die Trusturkunde eine allgemeine Befugnis zum Verkauf von Trustaktiven. Wurden die Aktien des Unternehmens durch den Settlor zum Zwecke der Nachlassplanung in den Trust eingebracht, kann die Trusturkunde jedoch spezifische Vorschriften zum Verkauf enthalten, die zu beachten sind.

Enthält die Trusturkunde keine explizite Befugnis zum Verkauf von Aktien, hat der Trustee die allgemeinen Bestimmungen der Trusturkunde und des anwendbaren

¹⁹ UNDERHILL and HAYTON (FN 3), Chapter 49.1, 677.

Gesetzes zu konsultieren. Diese Bestimmungen können die implizite Befugnis zum Verkauf enthalten. Section 3 des UK Trustee Act 2000 über die allgemeine Befugnis zur Vermögensverwaltung enthält wohl eine solche implizite Befugnis.²⁰

Der Trustee hat ferner zu prüfen, ob trustspezifische Zustimmungserfordernisse vorliegen. Beim Verkauf von massgeblichen Beteiligungen kann die Trusturkunde die vorgängige Zustimmung des Settlors oder einen Protektor vorsehen.

Gegebenenfalls hat der Trustee auch den Letter of Wishes zu konsultieren, welcher unverbindliche Weisungen in Bezug auf den Verkauf von massgeblichen Beteiligungen enthalten kann.

Weiter hat der Trustee im Sinn einer Corporate Due Diligence zu prüfen, ob Vorkaufsrechte oder Kausrechte an der massgeblichen Beteiligung bestehen, welche Anwendung finden. Auch können Aktionärbindungsverträge bestehen, welche den Verkauf regeln. Schliesslich sind auch die Statuten der zu verkaufenden Gesellschaft auf Verkaufsrestriktionen und Zustimmungserfordernisse hin zu überprüfen.

Bei massgeblichen Beteiligungen kann der Trustee auch Mitglied des Verwaltungsrates der zu verkaufenden Gesellschaft sein. Daraus können Interessenkonflikte entstehen, welche die Unabhängigkeit des Trustees beim Entscheid über den Verkauf in Frage stellen können. Es ist deshalb zu erwägen, ob der Trustee in einem solchen Fall als Verwaltungsrat zurücktreten sollte.

C. Welche kommerziellen Punkte sind zu beachten?

Der Trustee hat nicht nur isoliert den Verkaufspreis, sondern die gesamte Gegenleistung kommerziell zu beurteilen. Massstab für die Beurteilung sind die für den Trust geltenden Anlagevorschriften und die gegebenenfalls anwendbaren Vorschriften zur Diversifikation. Die kommerzielle Beurteilung der Gegenleistung kann für den Trustee schwierig sein, da er in der Regel nicht mit Unternehmensbewertungen und Marktverhältnissen vertraut ist. Es stellt sich deshalb die Frage, ob ein Trustee nicht einen fachkundigen Berater beizuziehen hat.

Diese Frage ist aufgrund des massgebenden Trustrechtes zu beantworten. Hierzu bestimmt der UK Trustee Act 2000 in Section 5 Folgendes:

«Section 5 Advice

(1) Before exercising any power of investment, whether arising under this Part or otherwise, a trustee must (unless the exception applies) obtain and consider proper advice about the way in which, having regard to the standard investment criteria, the power should be exercised.

²⁰ BART PEERLESS, Trustees and company sales, Trust & Trustees, Vol. 9, Issue 3, February 2003, 10 ff., bes. 10.

(2) When reviewing the investments of the trust, a trustee must (unless the exception applies) obtain and consider proper advice about whether, having regard to the standard investment criteria, the investments should be varied.

(3) The exception is that a trustee need not obtain such advice if he reasonably concludes that in all the circumstances it is unnecessary or inappropriate to do so.

(4) Proper advice is the advice of a person who is reasonably believed by the trustee to be qualified to give it by his ability in and practical experience of financial and other matters relating to the proposed investment.»

Diese Bestimmung legt den Beizug eines fachkundigen und unabhängigen Beraters für den Fall des Verkaufes einer massgeblichen Beteiligung von hohem Wert im Allgemeinen nahe. Sie überbindet ferner dem Trustee die Pflicht, gegebenenfalls nachzuweisen, wieso im konkreten Fall der Beizug eines Beraters nicht notwendig und unangemessen war.

Oft wird dem Trustee aus Kosten- und Effizienzgründen die Beratung durch eine Organsperson der Targetgesellschaft oder durch den Berater der Targetgesellschaft offeriert. Auch hier hat der Trustee zu beurteilen, ob eine solche Beratung angemessen, ausreichend unabhängig und fachkundig ist. Oft hat der Trustee aus Gründen der Praktikabilität, der engen Zeitverhältnisse und der Vertraulichkeit sich mit einer informellen Beratung durch den Berater der Targetgesellschaft zu begnügen, was nicht ideal ist.²¹

Besteht die Gegenleistung aus einer Mischung von Aktien und Bargeld, sollte der Trustee die steuerlichen Auswirkungen prüfen. Ferner sollte er prüfen, ob die andern Verkäufer ebenfalls die gleiche Mischung zwischen Aktien und Bargeld erhalten. Es gibt nur selten gute Gründe, wieso der Trust eine andere Mischung von Aktien und Bargeld erhalten sollte als andere Verkäufer.²²

D. Welche rechtlichen Punkte sind zu beachten?

Naturgemäss ist bei jedem Verkauf einer massgeblichen Beteiligung eine grosse Anzahl von rechtlichen Punkten zu beachten, die sehr oft ausgesprochen fallspezifisch sind. Nachfolgend werden, ohne Anspruch auf Vollständigkeit, gewisse Punkte aufgeführt, die sich aus der speziellen Rechtsnatur des Trustes ergeben.²³

- a) Rechtsgewährleistung. Der Trustee sollte wegen der Rechtsnatur des Trusts keine «full title guaranty» abgeben. Der Trust ist nur «legal» aber nicht «beneficial owner». Er kann dagegen eine «limited title guaranty» abgeben.

²¹ PEERLESS (FN 20), 10.

²² PEERLESS (FN 20), 10.

²³ Zum Ganzen: PEERLESS (FN 20), 10 f.

- b) Sachgewährleistungen und Garantien. Vor der Abgabe von Sachgewährleistungen und Garantien hat der Trustee zu prüfen, ob er dazu aufgrund der Trusturkunde oder des anwendbaren Trustrechtes befugt ist. Eine allgemeine Befugnis zum Verkauf von Aktiven enthält in der Regel eine implizite Befugnis zur Abgabe der üblichen Gewährleistungen und Garantien. Besteht keine Befugnis zur Abgabe von Garantien, so müssen gegebenenfalls Dritte die Garantien für den Trustee abgeben. Da solche Drittgarantien allenfalls Additions zum Trustvermögen darstellen, sind mögliche Steuerfolgen zu prüfen.
- c) Wissen des Trustees. Der Trustee sollte nur Gewährleistungen über Sachverhalte abgeben, von denen er über tatsächliches Wissen verfügt (actual knowledge). Fehlt dem Trustee dieses Wissen, so hat er von Dritten die notwendigen Bestätigungen einzuholen.
- d) Dauer der Gewährleistungen und Garantien. Der Trustee hat darauf zu achten, dass alle Gewährleistungen und Garantien zeitlich beschränkt sind, da auch der Trust zeitlichen Beschränkungen unterliegt.
- e) Höhe der Gewährleistungen und Garantien. Der Trustee hat darauf zu achten, dass die Höhe der Gewährleistungen und Garantien den Nettoverkaufspreis nicht übersteigt. Ferner sollte die Haftpflicht des Trustees nie den Betrag des aktuellen Nettovermögens des Trusts überschreiten.
- f) Escrow. Unter Umständen ist es für beide Parteien zweckmässig, zur Absicherung der Haftung aus Gewährleistungen und Garantien einen Escrow über einen Teil des Kaufpreises zu vereinbaren. Stattdessen kann der Trust sich auch verpflichten, für eine gewisse Dauer einen Teil des Kaufpreises nur in Geldmarktanlagen zu investieren.
- g) Absicherung von Kapitalausschüttungen durch den Trust. Eine mögliche Haftung aus Gewährleistungen und Garantien kann einer Kapitalausschüttung durch den Trust entgegenstehen. Deshalb sollte der Trustee dafür besorgt sein, dass der Aktienkaufvertrag vorsieht, dass der Trust bei Kapitalausschüttungen die Haftpflicht anteilmässig auf den Begünstigten übertragen kann. Hierzu verlangt der Käufer in der Regel einen Zustimmungsvorbehalt. Die Zustimmung kann vom Abschluss einer formellen Vereinbarung über die Übernahme der Haftpflicht abhängig gemacht werden.
- h) Solidarische Haftung des Trustees mit anderen Verkäufern. Der Trustee sollte keine Solidarhaftpflichten eingehen. Solche Verpflichtungen können Ausschüttungen an Nichtbegünstigte darstellen, zu denen der Trustee nicht befugt ist.

E. Wie ist die Transaktion als Ganzes zu beurteilen?

Der Abschluss eines Kaufvertrages über eine massgebliche Beteiligung an einem Unternehmen ist immer ein Kompromiss zwischen den Parteien. Am Schluss hat der Trustee zu beurteilen, ob der Abschluss des Kaufvertrages im besten Interesse der Begünstigten ist. Dabei hat der Trustee folgende Aspekte zu beachten:²⁴

- a) Die Bestimmungen des Kaufvertrages sollen nicht über die allgemein üblichen Bestimmungen für Transaktionen dieser Art hinausgehen. Die Bestimmungen des Kaufvertrages sollten nicht im Widerspruch zu den Bestimmungen der Trusturkunde stehen. Der Trustee muss weiterhin in der Lage sein, Ausschüttungen in Übereinstimmung mit der Trusturkunde vorzunehmen.
- b) Der Abschluss des Kaufvertrages hat in Übereinstimmung mit den Vorschriften über die Verwaltung und Anlage von Trustvermögen zu erfolgen. Dabei sind nicht nur die materiellen Bestimmungen (Angemessenheit und Diversifikation), sondern auch die formellen Bestimmungen (Erfordernis der unabhängigen und fachkundigen Beratung bei fehlendem Fachwissen) zu beachten.

²⁴ PEERLESS (FN 20), 11 f.