

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

Tino Gaberthüel / Till Haechler\*

## Inhalt

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

---

\* Tino Gaberthüel ist Partner und Till Haechler Associate bei Lenz & Staehelin in Zürich.

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

## I. Einleitung

Dieser Beitrag behandelt ausgewählte Aspekte von M&A-Transaktionen durch Private-Equity-Funds (nachfolgend „PE“). Zunächst werden ein paar aktuelle Zahlen und Trends zu Private Equity-Transaktionen (nachfolgend „PE-Transaktionen“) in der Schweiz beleuchtet ([Kapitel II](#)). Anschliessend werden die grundlegenden Unterschiede zwischen M&A-Transaktionen durch PE und solchen durch strategische Käufer aufgezeigt ([Kapitel III](#)), gefolgt von einer Übersicht ausgewählter Besonderheiten bei Buyout-Transaktionen in Bezug auf die relevanten Workstreams, die Due Diligence und den Aktienkaufvertrag ([Kapitel IV](#)). Schliesslich werden spezifische Strukturierungsfragen hinsichtlich der Beteiligung des Managements und Co-Investitionen beleuchtet ([Kapitel V](#)). Die präsentierten Erkenntnisse basieren auf den praktischen Erfahrungen der Autoren. Für einen vertieften Darstellung von Teilaspekten wird auf die Spezialliteratur verwiesen.

## II. Private Equity in der Schweiz – Zahlen und Trends

### i. Zahlen

Die Publikationen und statistischen Erhebungen zur M&A-Aktivität von PE sind zahlreich.<sup>1</sup> Die meisten dieser Veröffentlichungen nehmen dabei eine internationale oder US-amerikanische Perspektive ein, wohingegen eine spezifisch schweizerische Sichtweise seltener ist.

---

<sup>1</sup> Vgl. z.B. Bain & Company.

a) Anzahl und Grösse der M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften durch PE (2014-2023)

In den letzten zehn Jahren (2014-2023) wurden im Durchschnitt pro Jahr rund 87 M&A-Transaktionen, welche eine Schweizer Zielgesellschaft betrafen, mit Beteiligung von PE registriert. Das aggregierte Deal-Volumen dieser Transaktionen belief sich im genannten Zeitraum auf durchschnittlich USD 12 Mrd. pro Jahr. Seit 2019 haben die PE-Buyouts und PE-Exits mit Schweizer Zielgesellschaften stark zugenommen. Spitzenwerte wurden im Jahr 2021 erreicht mit insgesamt 166 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von USD 33 Mrd. Seither ist der Trend leicht rückläufig. 2023 wurden 124 M&A-Transaktionen mit PE-Beteiligung mit einem Gesamtwert von USD 10 Mrd. auf Mergermarket erfasst.<sup>2</sup> Damit war 2023 die Anzahl der M&A-Transaktionen durch PE in der Schweiz im 10-Jahres-Vergleich immer noch überdurchschnittlich hoch, das Deal-Volumen aber leicht unterdurchschnittlich. Es lässt sich somit konstatieren, dass 2023 in der Schweiz immer noch erhebliche M&A-Aktivität durch PE stattfand, wobei sich diese tendenziell auf kleinere Transaktionen konzentrierte. Wir gehen davon aus, dass PE auch weiterhin eine wesentliche Rolle bei M&A-Transaktionen in der Schweiz spielen werden.

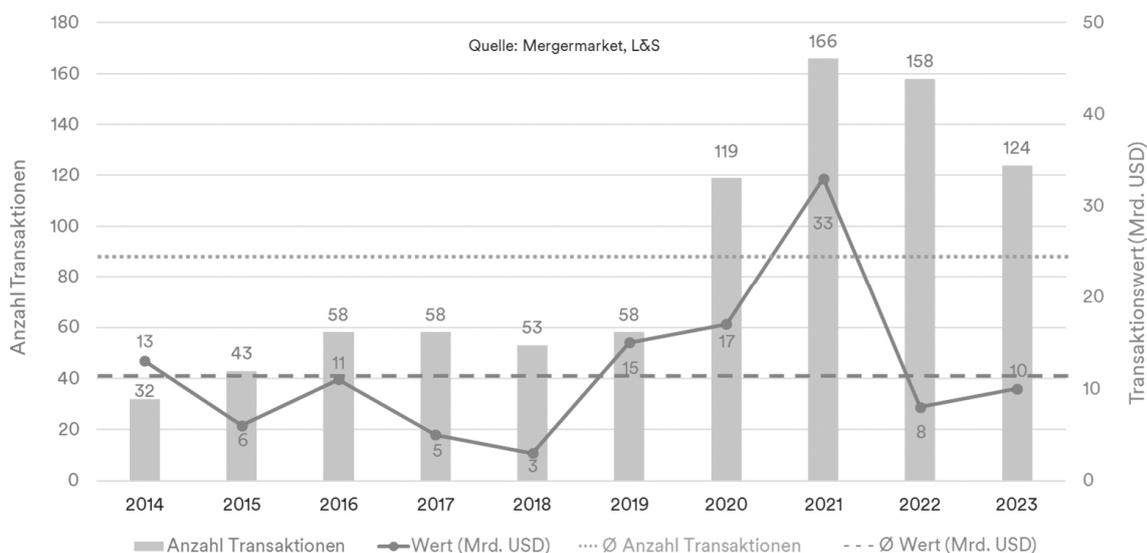


Abbildung 1: Anzahl und Grösse der M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften durch PE (2014-2023)

<sup>2</sup> Die in diesem Beitrag dargestellten Zahlen von Mergermarket können sich aufgrund von nachträglichen Meldungen noch leicht verändern.

b) *M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften durch PE nach Grössenkatgorie (2014-2023)*

Eine Aufschlüsselung der PE-Transaktionen nach Grössenkatgorie zeigt, dass in den letzten zehn Jahren rund 80% aller M&A-Transaktionen durch PE (Buy-outs und Exits) in Bezug auf Schweizer Zielgesellschaften ein Volumen von weniger als USD 50 Mio. aufwiesen (sog. Small Cap-Transaktionen).<sup>3</sup> Mid Cap-Transaktionen (USD 50 Mio. bis 500 Mio.) und Large Cap-Transaktionen (über USD 500 Mio.) finden im Schweizer Markt demgegenüber deutlich seltener statt. Dieses Grössenverhältnis blieb in den vergangenen zehn Jahren relativ stabil. Zum Beispiel wurden 2023 auf Mergermarket 104 Transaktionen durch PE mit Schweizer Zielgesellschaften im Small Cap-Bereich registriert. Im Vergleich dazu gab es im gleichen Jahr nur 16 Mid Cap-Transaktionen und nur vier Large Cap-Transaktionen, an denen PE beteiligt waren. Diese 2023 registrierte Verteilung entspricht in etwa dem Trend der vergangenen zehn Jahre.

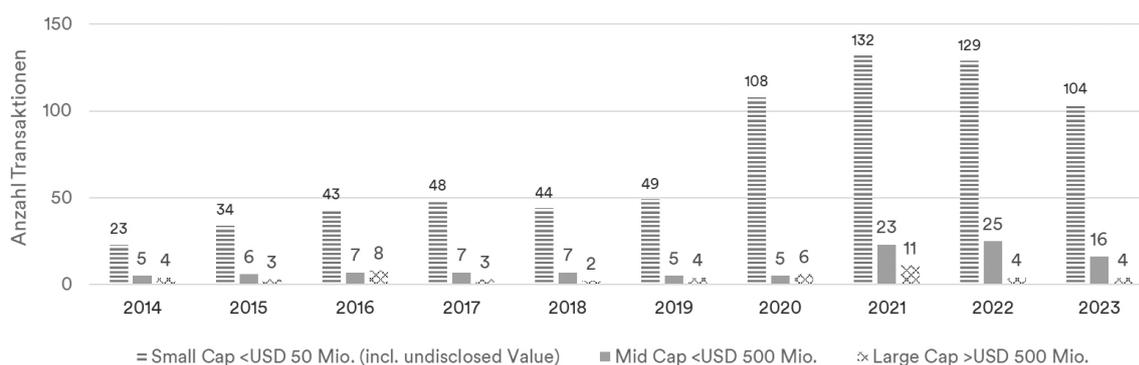


Abbildung 2: M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften durch PE nach Grössenkatgorie (2014-2023) (Quelle: Mergermarket, L&S)

c) *Top 10 Buyouts mit Schweizer Zielgesellschaften (2019-2023)*

Mit Blick auf die zehn grössten Buyouts durch PE der letzten fünf Jahre fällt auf, dass keine dieser Transaktionen eine kotierte Schweizer Zielgesellschaft betraf. U.E. liegt das nicht primär am mangelnden Interesse von PE an möglichen kotierten Zielgesellschaften. In der Praxis lässt sich durchaus ein ste-

<sup>3</sup> Die Transaktionen, bei denen auf Mergermarket keine Wertangabe registriert ist, wurden für die Zwecke dieser Statistik als Small Cap-Transaktionen gezählt.

tiges Interesse von PE an sog. „Take-Private“-Transaktionen feststellen.<sup>4</sup> Die Gründe, warum sich solche Transaktionen trotzdem (noch) nicht bzw. eher selten materialisieren, sind vielfältig.<sup>5</sup>

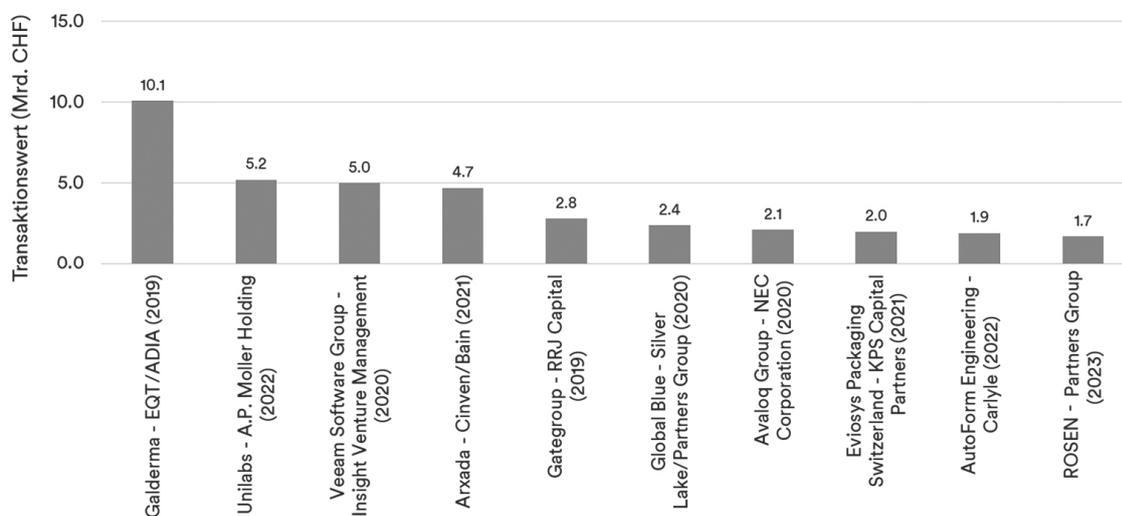


Abbildung 3: Top 10 Buyouts mit Schweizer Zielgesellschaften (2019-2023) (Quelle: Mergermarket, L&S)

## 2. Aktuelle Trends

Im Juli 2022 titelte The Economist: „Private Equity may be heading for a fall – the era of rising valuations and cheap debt is over.“<sup>6</sup> Diese Prognose bewahrheitet sich. Nach einem langen Jahrzehnt der Tiefzinspolitik war die Fallhöhe denkbar hoch. Seither mehrten sich die Negativschlagzeilen in der internationalen Finanzpresse: Inflation, höhere Zinsen, geopolitische Unsicherheiten in der Ukraine und dem Nahen Osten – all dies stellt PE vor Herausforderungen, mit Auswirkungen auf die Zahl, Grösse und Art der von ihnen durchgeführten M&A-Transaktionen. Diese internationalen Entwicklungen spiegeln sich auch auf dem Schweizer M&A-Markt wider.

Buyout-Transaktionen weisen typischerweise einen relativ hohen Fremdfinanzierungsanteil auf. Höhere Zinsen machen die Finanzierung dieser Trans-

<sup>4</sup> Ein jüngstes Beispiel dafür ist der 2024 (zumindest vorerst) gescheiterte Übernahmeversuch von Software One durch Bain Capital und drei Gründeraktionäre. Der Verwaltungsrat von Software One hielt die Offerte des Konsortiums für zu tief und lehnte sie folglich ab. Dazu Triebe.

<sup>5</sup> Ein Grund dafür sind wohl die hohen Finanzierungskosten solcher Transaktionen.

<sup>6</sup> The Economist.

aktionen entsprechend teurer.<sup>7</sup> Wie die oben dargestellten Zahlen zeigen<sup>8</sup>, führt dies dazu, dass die von PE seit 2022 durchgeführten M&A-Transaktionen tendenziell eher etwas kleiner sind. Dies fällt insbesondere bei PE auf, die sonst für grössere M&A-Transaktionen bekannt sind.<sup>9</sup>

Die Herausforderungen bei der Finanzierung von M&A-Transaktionen durch PE wirken sich auch auf deren Strukturierung aus. Die Praxis zeigt, dass PE in den letzten drei Jahren zunehmend vielfältigere Transaktionsstrukturen in Betracht gezogen haben. Dazu gehören der Erwerb von Minderheitsbeteiligungen, die Übernahme von Zielgesellschaften durch mehrere PE (sog. Club Deals) und Co-Investitionen mit strategischen Investoren.<sup>10</sup> Diese Transaktionsstrukturen erlauben es dem PE, eine tendenziell tiefere Beteiligung an einer Zielgesellschaft zu erwerben und damit das Investitionsrisiko sowie den Fremdkapitalbedarf zu reduzieren. In der Praxis führen diese Transaktionsstrukturen zu komplexen Verhandlungen insbesondere auch unter den Co-Investoren (beispielsweise bezüglich Governance-Struktur nach Vollzug der Übernahme).

Auch die Art der Finanzierung von M&A-Transaktionen durch PE hat sich verändert. Im Vergleich zu PE-Transaktionen in den 2010er- und den frühen 2020er-Jahren ist der Eigenfinanzierungsanteil heute tendenziell höher.<sup>11</sup> Teilweise sah man M&A-Transaktionen durch PE, die gänzlich ohne Fremdfinanzierung durchgeführt wurden.<sup>12</sup> Während Finanzierungen durch Banken zwar weiterhin wichtig bleiben, treten vermehrt auch Nicht-Banken (sog. Private Debt-Anbieter) als Fremdkapitalgeber von PE in M&A-Transaktionen auf.<sup>13</sup> Auffallend ist, dass bekannte US-amerikanische PE Private Debt heute nicht nur als alternative Form der Finanzierung<sup>14</sup> nutzen, sondern sich auch selbst als Private Debt-Anbieter an M&A-Transaktionen beteiligen.<sup>15</sup>

Das veränderte Marktumfeld führt ferner dazu, dass PE vermehrt alternative Formen des Exits in Betracht ziehen. Aufgrund des steigenden Zinsaufwands und der tendenziell tieferen Bewertungen der Zielgesellschaften sind die klassi-

---

<sup>7</sup> Vgl. dazu Bain & Company, 13; ferner zu den Auswirkungen der steigenden Zinsen auf Private Equity: Gara/Platt/Louch.

<sup>8</sup> Siehe oben, [II.1.a](#)).

<sup>9</sup> Vgl. Dummett/Cooper.

<sup>10</sup> Siehe ausführlich unten, [V.3](#).

<sup>11</sup> Vgl. dazu Bain & Company, 13.

<sup>12</sup> Vgl. Oguh/Sen.

<sup>13</sup> Vgl. Demos.

<sup>14</sup> Weitere Finanzierungsalternativen für PE sind sog. Vendor Loans, Net Value Financing und Margin Loans; vgl. dazu ausführlich Gara/Louch.

<sup>15</sup> Vgl. Wirz.

schen Exit-Routen (insbesondere Trade Sale<sup>16</sup> und IPO) zurzeit weniger lukrativ. Eine Alternative bieten zum Beispiel sog. Continuation Funds. PE-Gesellschaften setzen Continuation Funds ein, um bestehende Portfoliogesellschaften an einen neuen Fund zu verkaufen, anstatt die betreffende Portfoliogesellschaft im Rahmen eines Trade Sales an einen Dritten zu verkaufen oder an die Börse zu bringen.<sup>17</sup> Ein solcher Verkauf an einen Continuation Fund geschieht typischerweise, wenn die Laufzeit des ursprünglichen Funds endet, aber der Zeitpunkt für einen Verkauf an einen Dritten ungünstig ist. Durch einen Continuation Fund können bereits vor dem eigentlichen Exit, Ausschüttungen an die Investoren (sog. Limited Partners) des ursprünglichen Funds getätigt werden.<sup>18</sup>

Schliesslich führen die Herausforderungen bei M&A-Transaktionen auch dazu, dass PE tendenziell einen stärkeren Fokus auf die bereits erworbenen Portfoliogesellschaften legen (statt auf den Erwerb von neuen). Die Verbesserung der Rendite der Portfoliogesellschaften steht dabei im Vordergrund. Zur Erreichung der Renditeziele werden u.a. auch sog. Add on-Akquisitionen getätigt.<sup>19</sup> Dabei handelt es sich um M&A-Transaktionen, bei denen eine bestehende, von einem PE gehaltene Portfoliogesellschaft selbst als Käufer auftritt und ein betriebswirtschaftlich passendes Target erwirbt. In der Praxis lässt sich in den letzten 2-3 Jahren eine Zunahme solcher Add on-Akquisitionen beobachten.<sup>20</sup>

Angesichts der anhaltenden geopolitischen Spannungen und der immer noch vergleichsweise hohen Zinsen ist nicht auszuschliessen, dass PE auch 2024 eher zurückhaltend investieren werden. Obwohl zahlreiche PE weiterhin – auch in der Schweiz – potenzielle Übernahmeziele prüfen, kommt es zurzeit noch vergleichsweise selten zum Abschluss solcher M&A-Transaktionen. Diejenigen M&A-Transaktionen, die dennoch durchgeführt werden, weisen hingegen tendenziell eine höhere Komplexität auf, insbesondere in Bezug auf ihre Strukturierung und Finanzierung.

---

<sup>16</sup> D.h. ein Verkauf an einen strategischen Investor oder anderen PE.

<sup>17</sup> Louch/Levingston.

<sup>18</sup> Louch/Levingston.

<sup>19</sup> Vgl. Dummett/Cooper.

<sup>20</sup> Ein Beispiel dafür ist die M&A-Expansionsstrategie der Kommunikationsagentur Farner, welche Medienberichten zufolge durch einen PE (Waterland) kontrolliert wird; dazu Benz.

### III. PE vs. strategische Käufer

#### 1. Qualitative Unterschiede

Um die Besonderheiten von M&A-Transaktionen durch PE herauszuarbeiten, wird nachfolgend zunächst auf die grundlegenden Unterschiede zwischen PE und strategischen Investoren in Bezug auf M&A-Transaktionen eingegangen. Die folgenden Ausführungen sind dabei notwendigerweise typisierender Natur und in der Praxis kommt es häufig zu Abweichungen und Mischformen.

##### a) Gründe für die Transaktion

In erster Linie unterscheiden sich die beiden Investorentypen in Bezug auf die *Gründe für die Transaktion*. PE geht es in der Regel darum, ein (unterbewertetes) Zielunternehmen zu erwerben, eine Wertsteigerung zu erzielen und es später gewinnbringend wieder zu veräußern.<sup>21</sup> Typischerweise wird dabei zwischen den folgenden drei Strategien unterschieden: (i) Buy & Sell, (ii) Buy & Build und (iii) Buy & Restructure. Im Rahmen einer Buy & Sell-Strategie erwirbt ein PE ein Unternehmen mit dem Ziel, es durch operative und strategische Verbesserungen zu optimieren und es später mit Gewinn zu verkaufen. Bei einer Buy & Build-Strategie wird eine bestehende Portfoliogesellschaft durch Zukäufe (sog. Add on-Akquisitionen) erweitert, um eine starke Wettbewerbsposition zu erlangen und Synergien zu nutzen. Schliesslich zielt die Buy & Restructure-Strategie auf den Erwerb eines Unternehmens, das finanziell herausgefordert ist, um dieses (wiederum im Hinblick auf einen zukünftigen Verkauf) grundlegend zu restrukturieren und strategisch neuauszurichten.<sup>22</sup> Davon unterscheiden sich die typischen Motive eines strategischen Käufers bei einer M&A-Transaktion. Strategische Käufer sind typischerweise daran interessiert, durch einen Unternehmenserwerb neue (geografische) Märkte zu erschliessen oder neue Technologien oder Produktesparten zu erwerben.<sup>23</sup> M&A-Transaktionen sind damit Teil einer betriebswirtschaftlichen Strategie, ohne dass finanzielle Motive dabei unmittelbar im Vordergrund stehen. Umgekehrt geht es strategischen Investoren auch als Verkäufer in der Regel nicht um die Realisierung einer zuvor erzielten Wertsteigerung, sondern um die Bereinigung des Portfolios zwecks Verschlinkung und Erhöhung der eigenen Profitabilität.

---

<sup>21</sup> Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Grundlagen, Rz. 27 und 57.

<sup>22</sup> Dazu ausführlich Clauss/Jäckle/Strehle, Grundlagen, Rz. 92 ff.

<sup>23</sup> Zu den Investitionsmotiven von strategischen Investoren: Frick, Rz. 19.

### b) *Auswahl der Zielgesellschaft*

Diese unterschiedlichen Gründe für M&A-Transaktionen schlagen sich auch in der *Auswahl der Zielgesellschaft* nieder. Ein PE wählt eine Zielgesellschaft typischerweise danach aus, ob diese im Vergleich zur aktuellen Bewertung über ein Potenzial für eine Wertsteigerung verfügt. Ein strategischer Käufer wählt die Zielgesellschaft hingegen mit Blick darauf aus, ob ein „strategischer Fit“ vorliegt (d.h. ob beispielsweise hinreichendes Synergiepotenzial vorhanden ist oder ob der Erwerb der Zielgesellschaft neue Märkte und Technologien erschliesst).

### c) *Rolle des Käufers*

In Bezug auf die *Käuferrolle* unterscheiden sich PE und strategische Käufer darin, dass PE – anders als strategische Investoren – typischerweise eine transaktionsspezifische Akquisitionsstruktur errichten. Als Teil dieser Akquisitionsstruktur tritt ein speziell für den Erwerb einer Zielgesellschaft gegründete Akquisitionsgesellschaft formal als Käufer auf. Diese Akquisitionsgesellschaft ist typischerweise eingebettet in einen ganzen „Corporate Tower“ von Haltegesellschaften, über die sich der PE indirekt an der Zielgesellschaft beteiligen lässt. Bei einem strategischen Käufer gestaltet sich der Aufbau der Akquisitionsstruktur oftmals deutlich einfacher. Häufig treten bereits bestehende Gruppengesellschaften als Käufer auf. Regelmässig wird die Zielgesellschaft möglichst rasch nach Transaktionsvollzug komplett in die Käufergruppe integriert und fusioniert.

### d) *Beteiligungshöhe*

Auch in Bezug auf die typischerweise angestrebte *Beteiligungshöhe* bestehen Unterschiede: Ein strategischer Käufer strebt in aller Regel den Erwerb von 100% der Aktien Zielgesellschaft an. Dies vereinfacht eine spätere Integration in das Unternehmen des Käufers zwecks Erreichung der mit der Transaktion verfolgten strategischen Ziele. Auch PE streben regelmässig den Erwerb von 100% der Aktien der Zielgesellschaft an. Jedoch sind die Investitionsstrukturen bei PE diverser. Im Rahmen von Co-Investitionen sind PE oftmals auch bereit, nur eine Mehrheits- oder sogar bloss eine Minderheitsbeteiligung zu erwerben. Neben dem PE hat das Management der Zielgesellschaft typischerweise die Möglichkeit, sich ebenfalls zu beteiligen.

### e) Kaufpreis

Bezüglich des Kaufpreises liegt der Hauptunterschied darin, dass der PE – sowohl in der Käufer- als auch Verkäuferrolle – in der Regel einen fixen Kaufpreis bevorzugt. Strategische Käufer sind demgegenüber offener in Bezug auf mögliche Strukturierungsvarianten des Kaufpreises. Strategische Käufer verfügen über grössere Flexibilität in der Kaufpreisgestaltung, da sie – anders als PE – nicht verpflichtet sind, innerhalb eines bestimmten Zeitraums Ausschüttungen an die eigene Investorenbasis vorzunehmen.<sup>24</sup>

Strategische Käufer sind tendenziell bereit, einen höheren Kaufpreis zu bezahlen als PE. Dies ist insbesondere der Fall, wenn der Strategie Synergien zwischen dem bestehenden Unternehmen und der Zielgesellschaft erwartet.<sup>25</sup> Manchmal ist es einem strategischen Investor überdies möglich, den Kaufpreis nicht bar, sondern zumindest teilweise in eigenen (kотиerten) Aktien zu bezahlen, was für ein PE in der Regel nicht in Frage kommt.<sup>26</sup> Schliesslich wird ein strategischer Investor die M&A-Transaktion vergleichsweise günstig finanzieren können, insbesondere falls es sich bei ihm z.B. um ein etabliertes Grossunternehmen handelt.<sup>27</sup> Dies kann sich wiederum auf die Höhe des offerierten Kaufpreises auswirken.

### f) Kaufpreisfinanzierung

Ein typisches Merkmal einer M&A-Transaktion durch PE ist, dass sie zu einem relativ hohen Grad durch Fremdkapital (insbesondere von Banken und Private Debt-Anbietern) finanziert ist. Dieser relativ *hohe Fremdkapitalanteil* erlaubt es dem PE, eine höhere Rendite zu erzielen. Im Unterschied dazu setzt der strategische Käufer regelmässig mehr eigene finanzielle Ressourcen ein.

Ein PE ist zudem eher kritisch gegenüber bestehendem Fremdkapital in der Bilanz der Zielgesellschaft. Ein PE verlangt typischerweise, dass ausstehende Schulden zum Zeitpunkt des Vollzugs der Transaktion zurückbezahlt werden und durch vom PE arrangierte Finanzierungen ersetzt werden.<sup>28</sup>

---

<sup>24</sup> Strategische Verkäufer sind daher zum Beispiel offener gegenüber Earn-Out- und Milestone-Zahlungen.

<sup>25</sup> Differenzierend Hammer et al., 1 ff.

<sup>26</sup> Vgl. Corporate Finance Institute.

<sup>27</sup> Vgl. Corporate Finance Institute.

<sup>28</sup> Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 46.

g) *Bedeutung des Managements*

Bemerkenswert ist auch die unterschiedliche *Bedeutung des Managements*. Ein PE verfügt üblicherweise nicht über fach- und branchenkundiges Personal, welches das Management der Zielgesellschaft übernehmen könnte.<sup>29</sup> Der PE ist deshalb daran interessiert, das bestehende Management weiterzubeschäftigen und langfristig an die Zielgesellschaft zu binden. Dies wird häufig dadurch erreicht, dass sich das Management an der Zielgesellschaft (indirekt) beteiligt und dadurch an der Wertsteigerung während der Haltedauer des PE partizipiert. Im Gegensatz dazu kommt es bei einem Erwerb durch einen strategischen Käufer nicht selten zur Auswechslung des Managements. Der strategische Käufer verfügt regelmässig selbst bereits über ein geeignetes Management und wird dieses gewöhnlicher Weise auch in der Zielgesellschaft einsetzen wollen. Auch strategischen Käufern kann es aber ein Anliegen sein, dass sich bestimmte Schlüsselpersonen in der Zielgesellschaft für die Dauer des Vollzugs der Transaktion sowie für eine Übergangsphase weiterhin engagieren, damit die Integration und ein allfälliger Knowhow-Transfer erfolgreich umgesetzt werden kann. Ein strategischer Käufer wird dazu zum Beispiel Transaktions- und Retentionsboni einsetzen. Eine Rückbeteiligung des Managements kommt für den strategischen Käufer demgegenüber eher selten in Frage.

h) *Dauer der Investition*

Schliesslich unterscheiden sich PE und strategische Käufer auch mit Blick auf die *Dauer der Investition*. Der PE erwirbt eine Zielgesellschaft mit dem Ziel, sie später gewinnbringend wieder zu verkaufen. Der Erlös aus einem solchen Exit wird später an die Investoren (Limited Partners) ausgeschüttet. Daraufhin wird der Fund üblicherweise liquidiert. Die Dauer der Investition (d.h. von Kauf/Buyout bis Exit) beträgt in der Regel zwischen drei und sechs Jahren.<sup>30</sup> Ein strategischer Käufer hat im Vergleich dazu einen langfristigen Investitionshorizont. Er erwirbt die Zielgesellschaft normalerweise ohne konkrete Absicht, sie später wieder zu verkaufen.

---

<sup>29</sup> von Werder/Li, 1737.

<sup>30</sup> Zeisberger.

## 2. Quantitative Unterschiede

Zahlenmässig sind PE für einen wesentlichen Teil der M&A-Transaktionen in der Schweiz verantwortlich. An rund 30% aller M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaft sind PE beteiligt.<sup>31</sup> Auch wertmässig fallen M&A-Transaktionen mit PE ins Gewicht. 2023 wurden Schweizer M&A-Transaktionen im Gesamtvolumen von CHF 39 Mrd. durchgeführt, wovon CHF 10 Mrd. auf Transaktionen mit PE entfielen.<sup>32</sup>

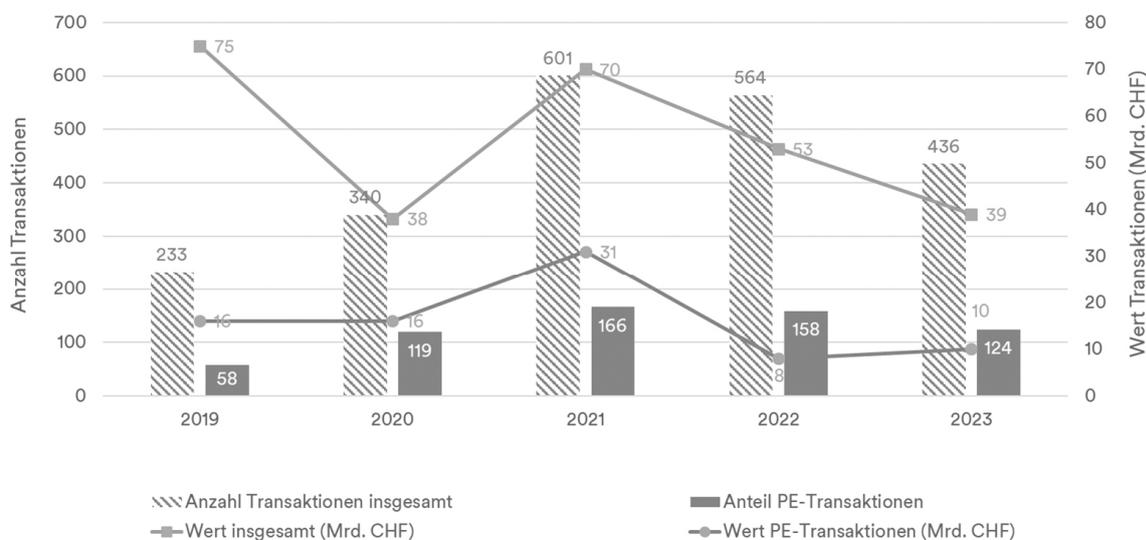


Abbildung 4: M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaften durch strategische Käufer und PE (2019-2023) (Quelle: Mergermarket, L&S)

## IV. Ausgewählte Aspekte bei Buyout-Transaktionen durch PE

### I. Typische Workstreams von Buyout-Transaktionen

Buyout-Transaktionen durch PE sind ein relativ komplexer Prozess, bei dem zahlreiche Workstreams parallel zueinander verlaufen und entsprechend zu koordinieren sind. Nachfolgend werden die wichtigsten (juristischen und nicht-juristischen) Workstreams kurz skizziert.

<sup>31</sup> So gab es im Jahr 2023 436 M&A-Transaktionen mit Schweizer Zielgesellschaft, an 124 davon waren PE beteiligt.

<sup>32</sup> Im M&A-Spitzenjahr 2021 machte der Anteil der von PE durchgeführten Transaktionen noch mehr aus: 2021 wurden Schweizer M&A-Transaktionen im Gesamtvolumen von CHF 70 Mrd. durchgeführt, wovon CHF 31 Mrd. auf Transaktionen mit PE entfielen.

a) *Juristische Workstreams*

Bei einer Buyout-Transaktion durch einen PE bestehen typischerweise folgende juristische Workstreams:

- *M&A*: Dem M&A-Workstream kommt eine Schlüssel- und Scharnierfunktion zu. Dieser Workstream unterscheidet sich nicht grundlegend von dem bei einer gewöhnlichen M&A-Transaktionen ohne PE-Bezug. Im Rahmen dieses Workstreams wird eine juristische Due Diligence der Zielgesellschaft durchgeführt. Zudem werden Verhandlungen geführt über die Transaktionsverträge (insbesondere den Aktienkaufvertrag und bei Co-Investitionen auch über den Aktionärsbindungsvertrag) und über die Police der Gewährleistungsversicherung (WI Insurance). Hier spielen käufer- und verkäuferseitig die M&A-Anwälte eine zentrale Rolle. Oftmals sind – insbesondere im Rahmen der juristischen Due Diligence – Anwaltskanzleien aus zahlreichen Jurisdiktionen involviert und werden vom Lead Counsel koordiniert.
- *Akquisitionsstruktur*: Ein besonderer Schwerpunkt bei einer PE-Transaktion bildet die Planung und Umsetzung der Akquisitionsstruktur. Häufig wird die Strukturierung von einem (ausländischen) Steuerberater vorgenommen und in einem sog. Tax Strawman festgehalten. Schweizer M&A-Anwälte spielen bei der Planung der Akquisitionsstruktur in der Regel eine etwas weniger zentrale Rolle. Ihnen kommt allerdings eine wichtige Rolle bei deren Umsetzung zu. Insbesondere ist es häufig notwendig, sehr kurzfristig Schweizer Gesellschaften (Akquisitionsvehikel) zu gründen. Dies kann angesichts der Anforderungen des Schweizer Rechts (öffentliche Beurkundung, Anmeldung beim Handelsregister, Kapitaleinzahlungskonto) eine gewisse Herausforderung sein.
- *Finanzierung*: Der Finanzierungs-Workstream ist bei einer PE-Transaktion besonders wichtig. Dabei geht es um die Beschaffung von hinreichend Eigen- und Fremdkapital zur Finanzierung der Akquisition. Dieser Workstream ist besonders nach Unterzeichnung (und vor Vollzug) des Aktienkaufvertrags aktiv. Vor Unterzeichnung des Aktienkaufvertrags werden typischerweise erst die sog. Equity und Debt Commitment Letters unterzeichnet. Darin bestätigen die Investoren und Fremdkapitalgeber gegenüber dem Verkäufer, bestimmte Kapitalbeträge für die Finanzierung der Akquisition bereitzustellen. Die eigentlichen Finanzierungsverträge werden oft erst im Hinblick auf den Vollzug der Transaktion ausgearbeitet und abgeschlossen. Im Rahmen des Finanzierungs-Workstreams spielen neben den Anwälten des PE als Käufer auch die Anwälte der Banken eine zentrale Rolle.
- *Regulatorische Aspekte*: Je nach Art und Ausgestaltung der Transaktion sind kartell- und investitionskontrollrechtliche Meldepflichten zu beachten. Der

regulatorische Workstream unterscheidet sich nicht wesentlich von einer M&A-Transaktion ohne PE-Bezug. Erwähnenswert ist, dass PE-Transaktionen in der Regel innerhalb eines vergleichsweise kurzen Zeitfensters durchgeführt werden. Dies liegt unter anderem daran, dass die Entscheidungsprozesse bei einem PE in der Tendenz weniger zeitaufwändig sind als bei einem strategischen Käufer. Diese Geschwindigkeit steht in einem Spannungsverhältnis zu den teils langwierigen in- und ausländischen Kontrollverfahren, was bei der Transaktionsplanung zu beachten ist.

- *Transitional Services*: Der Workstream *Transitional Services* befasst sich mit Dienstleistungen, die der Verkäufer für die Zielgesellschaft für die Dauer einer Übergangsphase erbringt. Derartige Dienstleistungen sind insbesondere bei *Carve out*-Transaktionen notwendig und werden im Rahmen eines sog. *Transitional Services Agreement* geregelt. Ein PE legt beim Verhandeln von *Transitional Services Agreements* typischerweise besonders Wert darauf, dass geplante betriebliche Verbesserungen und zukünftiges (starkes) Wachstum nach Vollzug der Transaktion möglich sind. Ansonsten bestehen bei diesem Workstream keine wesentlichen PE-spezifischen Besonderheiten.
- *Beteiligung des Managements*: Wie bereits oben ausgeführt, ist ein Wesensmerkmal einer M&A-Transaktion durch PE die Rückbeteiligung des Managements. Dieser Workstream ist eng mit dem M&A- und Strukturierungs-Workstream verknüpft und wird in einem nachfolgenden Kapitel separat behandelt.<sup>33</sup>

#### b) *Nicht-juristische Workstreams*

Auf einer *Buyout*-Transaktion durch einen PE gibt es typischerweise eine Vielzahl von nicht-juristischen Workstreams. Dazu zählen die Workstreams *Buchhaltung*, *ESG* (insbesondere *Umweltschutz*, *Arbeitssicherheit*), *Altersvorsorge* und *Sozialversicherungen* sowie *Strategieplanung*. In diesen nicht-juristischen Arbeitssträngen ist wiederum eine ganze Reihe von Berater-Teams aktiv. Der *Senior Business Advisor* hat dabei eine Schlüsselfunktion. Je nach Ausgestaltung des konkreten Beratungsmandats nimmt dieser bei der (*Commercial*) *Due Diligence*, der Verhandlungsführung, der *Post-Closing Restrukturierung* aber auch der späteren *Exit-Strategie* eine beratende Funktion ein. Daneben verfügt auch der *Debt Advisor* über eine wichtige Rolle bei der Beratung zu Finanzierungsthemen (z.B. mögliche Finanzierungsarten, Auswahl der Banken). Insgesamt besteht bei PE-Buyouts ein erhöhter Beratungs- und damit auch Koordinationsbedarf. Dies ist einerseits der oftmals limitierten Branchener-

---

<sup>33</sup> Vgl. dazu unten, [V.2](#).

fahrung der PE geschuldet, andererseits aber auch auf die vergleichsweise hohen Erwartungen und ambitionierten Ziele dieser Investorengruppe zurückzuführen.

## 2. Legal Due Diligence in Buyout-Transaktionen

### a) *Notwendigkeit und Umfang*

Der juristischen Due Diligence kommt in Buyout-Transaktionen eine wichtige Bedeutung zu. Ein PE kann in der Regel nicht darauf verzichten, eine Due Diligence durchzuführen.<sup>34</sup> Die Notwendigkeit einer Due Diligence ergibt sich bereits aus den Anforderungen der Fremdkapitalgebern und auch der Gewährleistungsversicherung (sog. WI Insurance), die sonst in der Regel nicht bereit sind, Fremdkapital zur Verfügung zu stellen bzw. Versicherungsschutz zu gewähren.

Im Vergleich zu M&A-Transaktionen ohne Beteiligung von PE ist die Due Diligence bei Buyout-Transaktionen auch vom Umfang her eher umfassender. Dies gilt sowohl für die juristische als auch die nicht-juristische (d.h. kommerzielle, finanzielle, steuerliche, technische, ESG) Due Diligence. Dementsprechend ist auch der Bedarf an externer Expertise für die Due Diligence gross. Dieser Bedarf ergibt sich wiederum auch daraus, dass PE in der Regel über limitierte Branchenkenntnisse verfügen.<sup>35</sup> PE werden die Berichte ihrer externen Berater (sog. Due Diligence Reports) oftmals auch den Fremdkapitalgebern und der Gewährleistungsversicherung aushändigen.<sup>36</sup>

### b) *Schwerpunkte in der juristischen Due Diligence*

Dem PE ist es im Rahmen der Due Diligence ein zentrales Anliegen, herauszufinden, ob die Zielgesellschaft auch ohne den bisherigen Aktionär über ein hinreichendes Wertsteigerungspotenzial verfügt.<sup>37</sup> Dies ist auch bei der juristischen Due Diligence im Hinterkopf zu behalten. In finanzieller Hinsicht ist dem PE wichtig, dass die Zielgesellschaft konstante und voraussehbare Cashflows hat. Entsprechend ist ein besonderes Augenmerk auf die Laufzeiten und Kündigungsmodalitäten und -fristen der kommerziellen Verträge der Zielge-

---

<sup>34</sup> Vgl. zur Due Diligence ausführlich Frick, Rz. 635 ff.

<sup>35</sup> Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Besonderheiten, Rz. 21 und 23.

<sup>36</sup> Dies geschieht in der Praxis meist auf sog. Non Reliance Basis, d.h. nur zu Informationszwecken und ohne dass dem Fremdkapitalgeber oder der Versicherung daraus einen Anspruch gegenüber dem entsprechenden Berater erwächst.

<sup>37</sup> Clauss/Jäckle/Strehle, Besonderheiten, Rz. 22.

sellschaft zu legen. Weiter ist im Rahmen der juristischen Due Diligence zu prüfen, ob und wie die bestehende Finanzierung der Zielgesellschaft abgelöst werden kann.<sup>38</sup> Auch an die Möglichkeit späterer Add on-Akquisitionen und Exit-Möglichkeiten (Stichwort Kapitalmarktfähigkeit) sind bei der juristischen Due Diligence zu denken.<sup>39</sup> PE sehen einschränkende Klauseln (z.B. Kontrollwechsel-Klausel, Exklusivitäts-Klauseln) in kommerziellen Verträgen der Zielgesellschaft besonders kritisch, da sie zukünftige betriebliche Veränderungen erschweren können. Zudem sind insbesondere US-amerikanische PE besonders sensibel gegenüber Compliance-Risiken (z.B. Risiken bezüglich Sanktions-, Anti-Korruptions- und Geldwäscherei-Compliance). Folglich sind diese Themen bei der Due Diligence besonders zu berücksichtigen.<sup>40</sup>

### 3. Aktienkaufvertrag mit PE als Partei

#### a) Kaufpreis

Wenn ein PE als Käufer auftritt, hat dieser in der Regel einer Präferenz für einen fixen Kaufpreis (sog. Locked Box Kaufpreis). Einzig bei Carve out-Transaktionen, bei denen Finanzzahlen des abgespalteten Teils noch fehlen oder nur für einen begrenzten Zeitraum erhältlich sind, ist der PE unter Umständen bereit, auch als Käufer sog. „Closing Accounts“ zu akzeptieren.

Wenn der PE im Rahmen eines Exits in Form eines sog. Trade Sales (d.h. ein Verkauf an einen strategischen Investor oder anderen PE) als Verkäufer auftritt, ist seine Präferenz für einen fixen Kaufpreis noch ausgeprägter.<sup>41</sup> Dies liegt daran, dass der verkaufende PE nach Vollzug des Exits typischerweise liquidiert wird und die Erlöse an die Investoren ausgeschüttet werden. Die Planung und Umsetzung einer solchen Liquidation wären durch eine zeitlich später stattfindende Kaufpreisanpassung zumindest erschwert. Entsprechend möchte der PE mit einem fixen Kaufpreis einen sog. „Clean Break“ erreichen.

#### b) Gewährleistungen (R&W) und Schadloshaltungen

Dem PE, der als Käufer auftritt, sind die vom Verkäufer abgegebenen Gewährleistungen wichtig. Typischerweise zeigt der PE eine geringere Bereitschaft dazu, branchenspezifische Risiken über den Kaufpreis auszugleichen.<sup>42</sup> Dies

---

<sup>38</sup> Clauss/Jäckle/Strehle, Besonderheiten, Rz. 26; Geyrhalter/Zirngibel, Rz. 103.

<sup>39</sup> Clauss/Jäckle/Strehle, Besonderheiten, Rz. 22 und 27.

<sup>40</sup> Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 43.

<sup>41</sup> Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 51 f.

<sup>42</sup> Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 42.

liegt daran, dass er solche mangels Branchenkenntnis und im Vergleich zu einem strategischen Investor schlechter beurteilen und gegebenenfalls auffangen kann.<sup>43</sup> Zudem sind die Gewährleistungen für den PE auch wichtig, um sicherzustellen, dass bestimmte juristische und betriebliche Voraussetzungen erfüllt sind, um zukünftige Renditeerwartungen zu erfüllen. In der Käuferrolle ist der PE in der Regel dazu bereit, eine Gewährleistungsversicherung abzuschliessen und im Gegenzug auf direkte Ansprüche gegenüber dem Verkäufer zu verzichten.

Wie bereits oben ausgeführt, strebt der PE, der als Verkäufer auftritt, einen „Clean Break“ an. Dementsprechend ist er bestrebt, die Abgabe von Gewährleistungen zu vermeiden. Auch Schadloshaltungsklauseln sind für PE nur schwer zu akzeptieren.<sup>44</sup> Dementsprechend ist eine Gewährleistungsversicherung der Regelfall.<sup>45</sup> Der Käufer wird damit regelmässig auch einverstanden sein, da Gewährleistungsansprüche unter dem Aktienkaufvertrag gegenüber dem Akquisitionsvehikel als formaler Verkäufer bestehen würden und damit kaum belastbar wären. Mögliche Alternativen bestehen darin, dass die PE-Muttergesellschaft im Rahmen des Aktienkaufvertrags selbst Garantien abgibt zugunsten des Akquisitionsvehikels, oder dass die Durchsetzung allfälliger Gewährleistungs- oder Schadloshaltungsansprüche dadurch sichergestellt wird, dass ein Teil des Kaufpreises (zeitlich limitiert) auf ein Sperrkonto<sup>46</sup> (sog. Escrow Account) einbezahlt wird. Oftmals werden diese Instrumente kombiniert, wobei die Gewährleistungsversicherung heute das am weitesten verbreitete Mittel zur Sicherung von Gewährleistungsansprüchen gegenüber PE ist.

### c) *Vollzugsbedingungen*

Typische Vollzugsbedingungen in einem Aktienkaufvertrag sind kartell- und investitionskontrollrechtliche Genehmigungen. Bei PE als Käufer sind kartellrechtliche Meldepflichten tendenziell weniger problematisch als bei strategischen Käufern, da sie in der Regel nicht bereits in den gleichen Märkten tätig sind wie die Zielgesellschaft (es sei denn sie verfügen bereits über Portfoliogesellschaften in der gleichen Branche).<sup>47</sup> PE fallen zudem inzwischen zwar in zahlreichen Jurisdiktionen unter die investitionskontrollrechtlichen Meldepflichten. Allerdings stehen die Chancen bei ihnen für eine zeitnahe Freigabe

---

<sup>43</sup> Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 43.

<sup>44</sup> Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 53.

<sup>45</sup> Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 451.

<sup>46</sup> Dazu Tschäni/Diem/Wolf, Rz. 359 f.

<sup>47</sup> Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 32.

der Transaktion oft besser als bei Strategen. Dies liegt daran, dass PE mit ihren ausschliesslich finanziellen Motiven weniger dem Verdacht ausgesetzt sind, ein sicherheitsrelevantes Risiko darzustellen.<sup>48</sup> Die tendenziell tieferen kartell- und investitionskontrollrechtlichen Hürden können in den Vertragsverhandlungen ein Vorteil für PE sein, insbesondere in einem Auktionsprozess.

Im umgekehrten Fall, dass der PE als Verkäufer auftritt, ist es diesem oft ein Anliegen, dass der Kaufvertrag möglichst wenige Vollzugsbedingungen enthält. Dies liegt daran, dass der PE als Verkäufer eine möglichst hohe Transaktionssicherheit anstrebt und folglich das Risiko der ausbleibenden behördlichen Genehmigungen dem Käufer auferlegen möchte. Dies geschieht zum Beispiel über sog. „hell or high water“-Klauseln, wonach der Käufer verpflichtet ist, selbst bei wesentlichen behördlichen Bedingungen oder Auflagen den Aktienkaufvertrag zu vollziehen und bei Ausbleiben der behördlichen Genehmigungen eine sog. Break Fee zu bezahlen.<sup>49</sup>

#### *d) Weitere Klauseln und Pflichten im Zusammenhang mit der Finanzierung*

Die Tatsache, dass Buyout-Transaktionen einen vergleichsweise hohen Fremdkapital-Anteil aufweisen, schlägt sich auch in den Aktienkaufverträgen nieder. Für einen PE-Käufer ist es insbesondere wichtig, dem Verkäufer eine Pflicht aufzuerlegen, ihn zwischen Vertragsunterzeichnung und -vollzug bei der Umsetzung der Transaktionsfinanzierung zu unterstützen.<sup>50</sup> Eine solche Kooperation ist beispielsweise notwendig, um bei der Vorbereitung und Durchführung von Roadshows zu unterstützen, um die notwendigen Informationen und Zahlen zur Zielgesellschaft zuhanden der finanzierenden Banken oder für die Erstellung eines Angebotsprospekts zu liefern oder um die Zielgesellschaften rechtzeitig auf die Gewährung von Sicherheiten vorzubereiten (etwa durch Ausgabe von Aktienzertifikaten oder Statutenrevisionen). Weiter möchte sich der PE-Käufer im Aktienkaufvertrag regelmässig das Recht ausbedingen, seine Rechte unter dem Aktienkaufvertrag als Sicherheit an die Kreditgeber abzutreten.<sup>51</sup>

---

<sup>48</sup> Vgl. ähnlich Clauss/Jäckle/Strehle, Regulierung, Rz. 19.

<sup>49</sup> Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 49.

<sup>50</sup> Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 46.

<sup>51</sup> Vgl. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 48.

## V. Ausgewählte Aspekte bei der Strukturierung von M&A-Transaktionen durch PE

Die Planung der Akquisitionsstruktur ist ein komplexer Vorgang, der massgeblich von Steuer- und Finanzierungs-Überlegungen geprägt ist. Typischerweise investieren PE über eine im Hinblick auf die Transaktion zu gründende Akquisitionsgesellschaft, die am unteren Ende eines ganzen „Corporate Towers“ von Haltegesellschaften steht. Die nachfolgenden Ausführungen sollen einen Überblick über die typischen Strukturmerkmale geben, ohne im Detail auf die zugrundeliegenden steuerlichen und finanzierungsbezogenen Überlegungen einzugehen.

### i. Typische Akquisitionsstrukturen

In der Praxis weisen PE-Akquisitionsstrukturen zum Erwerb einer Schweizer Zielgesellschaft Ähnlichkeiten auf. An der Spitze einer solchen Struktur steht typischerweise der PE. Dieser besteht – vereinfacht gesagt – aus dem General Partner, der die Investitionsentscheide trifft, und den Limited Partners, den eigentlichen Investoren. Darunter findet sich üblicherweise ein mehrstufiger „Corporate Tower“ bestehend aus mehreren Haltegesellschaften. Diese Haltegesellschaften sind je nach Transaktion in unterschiedlichen ausländischen Jurisdiktionen inkorporiert (regelmässig in Luxembourg, den Niederlanden oder den USA, zum Teil aber auch in der Schweiz). An bestimmten Haltegesellschaften sind in der Regel (direkt oder indirekt über eine zusätzliche Beteiligungsgesellschaft) das Management und allfällige Co-Investoren beteiligt. Die Fremdkapitalfinanzierung erfolgt erst auf einer unteren Beteiligungsstufe, um ein sog. „Leakage“ zu verhindern (d.h. ein Abfluss der Mittel an Investoren). Am unteren Ende des „Corporate Towers“ befindet sich schliesslich die eigentliche Akquisitionsgesellschaft.

Grundsätzlich lassen sich die Akquisitionsstrukturen in schweizerische und ausländische unterscheiden. Eine schweizerische Struktur kennzeichnet sich dadurch, dass die Zwischengesellschaften (d.h. die Haltegesellschaften zwischen PE und Zielgesellschaft) in der Schweiz inkorporiert sind. Bei einer ausländischen Struktur handelt es sich stattdessen in der Regel um luxemburgische, niederländische oder US-amerikanische Zwischengesellschaften und einzig bei der eigentlichen Akquisitionsgesellschaft (d.h. der Käuferin unter dem Aktienkaufvertrag) handelt es sich üblicherweise um eine schweizerische Gesellschaft, sofern die Zielgesellschaft selbst ebenfalls in der Schweiz inkorporiert ist.

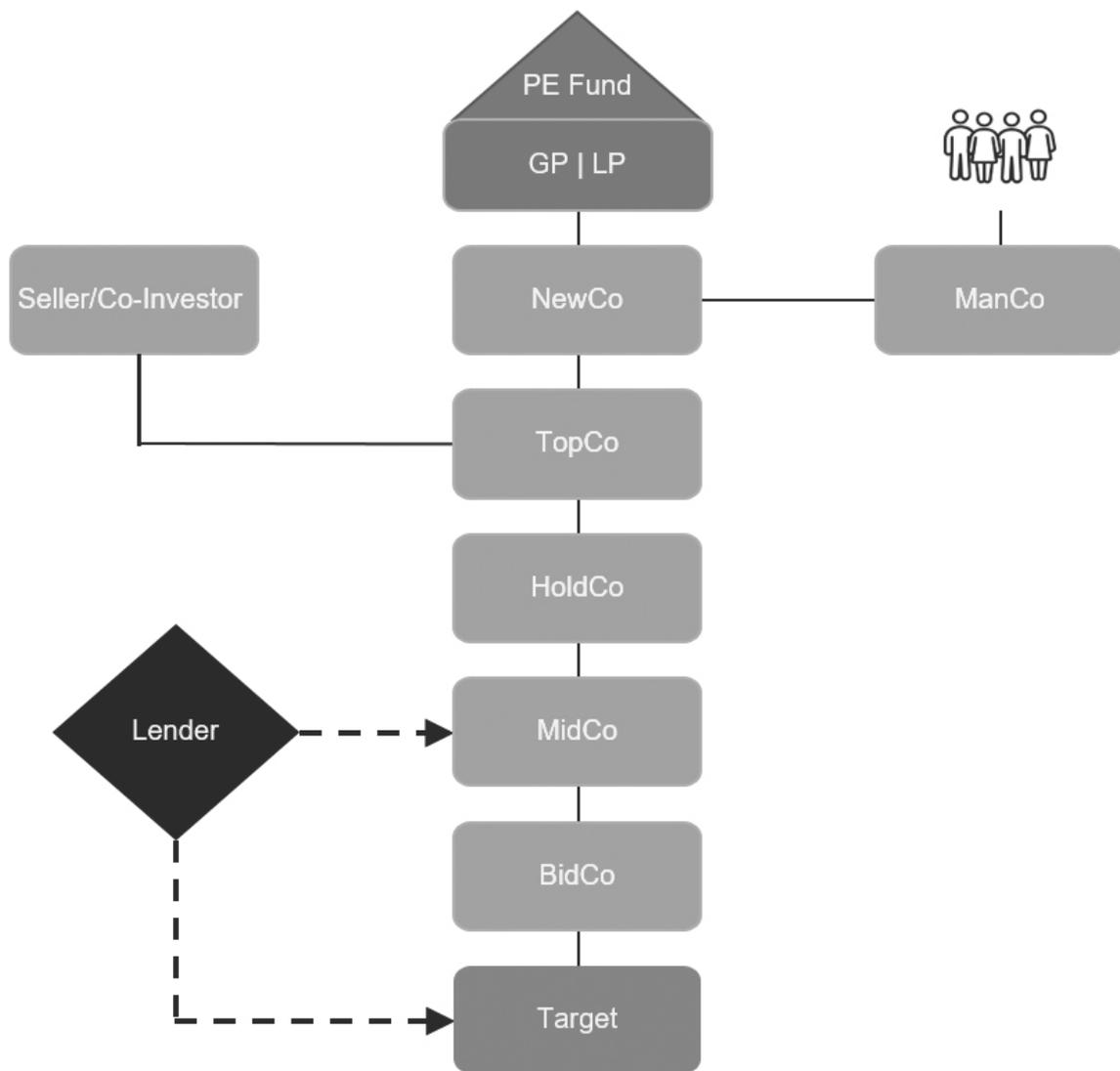


Abbildung 5: Typische Akquisitionsstruktur bei einer M&A Transaktion durch einen PE

## 2. Managementbeteiligung (Management Incentive Plan)

### a) Motive

Es ist typisch für einen PE-Buyout, dass sich das bestehende Management der Zielgesellschaft nach Vollzug der Transaktion an der Zielgesellschaft beteiligt. Dafür gibt es verschiedene Gründe:<sup>52</sup> Der PE hat ein Interesse daran, das bestehende Management langfristig an die Zielgesellschaft zu binden. Dies dient einerseits der betrieblichen Kontinuität, ist andererseits aber auch erforderlich, weil der PE selbst nicht über das notwendige Knowhow zur operativen Führung der Zielgesellschaft verfügt. Die Management-Beteiligung soll über-

<sup>52</sup> Dazu von Werder/Li, 1737.

dies sicherstellen, dass auch das Management ein Interesse an einer Wertsteigerung der Zielgesellschaft hat und insofern ein Gleichlauf der Interessen zwischen PE und Management besteht.<sup>53</sup> Schliesslich kann die Aussicht auf eine Management-Beteiligung in einem allfälligen Auktionsprozess auch ein Vorteil des PE gegenüber einem strategischen Mitbieter sein. Im Gegensatz zu einem PE wird ein strategischer Käufer dem Management der Zielgesellschaft meist keine Rückbeteiligung in Aussicht stellen können, da sein Ziel üblicherweise ja gerade darin besteht, die Zielgesellschaft vollständig zu erwerben, um sie in die eigene Unternehmensgruppe zu integrieren.

#### *b) Strukturierung*

In Bezug auf die Strukturierung der Buyout-Transaktion stellt sich die Frage, auf welcher Beteiligungsstufe sich das Management beteiligt. Die Mitarbeiterbeteiligung erfolgt in der Regel über eine separate Management-Gesellschaft (oder -Partnership), an welcher der PE selbst eine Mehrheit hält. Diese Management-Gesellschaft beteiligt sich dann an einer Zwischengesellschaft und im Corporate Tower (sog. NewCo in Abbildung 5). Damit ist das Management nicht direkt in die Beteiligungskette integriert, sondern bloss indirekt über eine mehrheitlich vom PE gehaltene Management-Gesellschaft. Ein Grund für diese Ausgliederung besteht darin, den potenziellen Einfluss des Managements auf die Akquisitionsstruktur (und dessen Störpotenzial) zu minimieren. Die Governance der Management-Gesellschaft ist typischerweise in einem Aktionärsbindungsvertrag zwischen dem Management und dem PE geregelt. Bei einer schweizerischen Struktur (d.h. einem „Corporate Tower“ mit Schweizer Zwischengesellschaften) erfolgt die Management-Beteiligung aus steuerlichen Gründen teils auch direkt am Akquisitionsvehikel.<sup>54</sup> Dadurch kann das Management beim Exit regelmässig einen steuerfreien Kapitalgewinn realisieren.

#### *c) Incentivierung*

Ein Ziel der Management-Beteiligung ist es, dem Management einen besonderen finanziellen Anreiz zu setzen, den Wert der Zielgesellschaft zu steigern. Dies geschieht dadurch, dass dem Management einen überproportionalen Anteil am Exit-Erlös in Aussicht gestellt wird, sofern ein bestimmter Mindest-erlös überschritten wird. Aus gesellschaftsrechtlicher Sicht lässt sich das umsetzen, indem die Management-Gesellschaft sog. Ordinary Shares und Preference Shares ausgibt. Die Inhaber der Ordinary Shares sind erst dann

---

<sup>53</sup> Clauss/Jäckle/Strehle, Besonderheiten, Rz. 112.

<sup>54</sup> Vgl. Frey, 50.

dividendenberechtigt, wenn ein Mindesterloß erreicht wird; die Inhaber der Preference Shares hingegen bereits vor Erreichen der Mindestschwelle, allerdings nur bis zu einem bestimmten Fixbetrag. Alles was über diesen Fixbetrag hinaus als Exit-Erlös erzielt wird, steht den Inhabern der Ordinary Shares zu.<sup>55</sup> Bei einer schweizerischen Aktiengesellschaft lässt sich diese Art der Incentivierung über die Ausgabe von Vorzugs- und Stammaktien erreichen.<sup>56</sup> Diese Incentivierung ist darauf ausgerichtet, dass das Management über die Ausgabe von Stammaktien einen überproportionalen Anteil an dem Exit-Erlös erhält (sog. Sweet Equity).<sup>57</sup> Damit ist auch gesagt, dass die Incentivierung im Grundsatz mittelfristig angelegt ist und sich erst im Exit-Zeitpunkt materialisiert.

#### *d) Vertragliche Grundlagen*

Die Beteiligung des Managements erfordert eine umfassende vertragliche Dokumentation. Zu den Schlüsseldokumenten gehören dabei das Term Sheet und der Aktionärbindungsvertrag. Das Term Sheet wird zwischen dem PE und dem Management abgeschlossen. Üblicherweise fällt dessen Unterzeichnung zeitlich mit der Unterzeichnung des Aktienkaufvertrags zusammen. Im Term Sheet werden die kommerziellen Eckpunkte der Management-Beteiligung (insbesondere der Envy Ratio, d.h. das Verhältnis von Stamm- und Vorzugsaktien) festgelegt.

Der Aktionärbindungsvertrag wird typischerweise zwischen dem Management und dem PE abgeschlossen. Er enthält nebst Bestimmungen zur Corporate Governance der Zielgesellschaft insbesondere Übertragungsbeschränkungen, sodass das Management seine Aktien grundsätzlich nicht vor dem Exit veräußern darf. Dazu gehören auch sog. Good Leaver, Bad Leaver und Intermediate Leaver-Bestimmungen für den Fall des vorzeitigen Ausscheidens eines Mitglieds des Managements.<sup>58</sup> Wichtig sind zudem Mitverkaufsrechte und -pflichten des Managements beim Exit, sodass der PE ohne Mitspracherecht des Managements einen 100%-Verkauf vollziehen kann.<sup>59</sup>

---

<sup>55</sup> Ausführlich Frey, 51 ff.

<sup>56</sup> Frey, 50. Alternativ könnte man dem Management auch Partizipations- oder Genussscheine ausgeben.

<sup>57</sup> Frey, 51.

<sup>58</sup> Ausführlich dazu Frey, 55 ff.

<sup>59</sup> Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 108.

### 3. Co-Investments

#### a) *Typische Konstellationen und Motive*

Viele PE-Buyouts zeichnen sich durch die Beteiligung von Co-Investoren aus. Dies steht im Kontrast zu Übernahmen durch strategische Käufer, die üblicherweise alleine investieren bzw. eine Zielgesellschaft alleine erwerben. Es lassen sich in der Praxis vier typische Arten von Co-Investments unterscheiden:

- Verbreitet sind Co-Investments durch *mehrere PE*.<sup>60</sup> Bei solchen sog. Club Deals bündeln mehrere PE ihre Ressourcen, um gemeinsam hinreichend Kapital und Expertise für eine Akquisition bereitzustellen. Solche Vereinbarungen können für PE aus verschiedenen Gründen in Frage kommen. Zum Beispiel kann eine Transaktion so kapitalintensiv sein, dass ein einzelner PE auf das Kapital anderer Funds angewiesen ist. Damit lässt sich auch erklären, warum Club Deals insbesondere bei grösseren „Take Private“-Transaktionen verbreitet sind (in der Form eines sog. Joint Bids). Dies liegt wohl daran, dass kotierte Gesellschaften tendenziell grosse Übernahmeziele darstellen. Zudem dient ein Club Deal – wie überhaupt Co-Investments – dazu, die Transaktionsrisiken für einen einzelnen PE zu reduzieren. Ferner kann ein Club Deal auch aus regulatorischen Gründen angezeigt sein (z.B. um Investitionsbeschränkungen für ausländische Investoren einzuhalten). Daneben ist ein Club Deal auch der Beziehungspflege zwischen den beteiligten PE förderlich.
- PE schliessen sich im Rahmen von Co-Investments auch regelmässig mit *Corporates* zusammen.<sup>61</sup> Je nach Konstellation streben die PE dabei eine Mehr- oder Minderheitsbeteiligung an der Zielgesellschaft an. Der wohl häufigste Grund für diese Art des Co-Investments ist die branchenspezifische Expertise des Co-Investors. PE erhoffen sich von einem Corporate als Co-Investor oft Einblicke in die Marktverhältnisse und die Vermittlung von kommerziell relevanten Partnerschaften (etwa zu Kunden und Lieferanten).

---

<sup>60</sup> Ein Beispiel für einen solchen Club Deal mit Schweizer Zielgesellschaft ist der 2021 vollzogene Kauf der Chemiesparte von Lonza durch die beiden PE Bain Capital und Cinven; vgl. dazu Feldges, Lonza.

<sup>61</sup> Ein Beispiel für ein Co-Investment mit einem Corporate ist der 2021 annoncierte Kauf des Pigmentgeschäfts von Clariant durch ein Konsortium bestehend aus SK Capital Partners (ein PE) und dem Industrieunternehmen Heubach Group für eine Bewertung von rund CHF 850 Mio.; dazu Feldges, Clariant. Allgemein zu dieser Art des Co-Investments: Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 122 ff.

Auch die Finanzkraft und Kreditfähigkeit des Corporates kann ein wichtiges Argument für ein solches Co-Investment sein.

- Als weitere Co-Investoren fungieren oft auch *andere Finanzinvestoren*. Als Finanzinvestoren in Frage kommen beispielsweise bestehende Limited Partners des PE, Family Offices oder staatsnahe Investoren<sup>62</sup> (z.B. ausländische Pension Funds oder Sovereign Wealth Funds). Für die Limited Partners kann ein direktes Co-Investment in das Zielunternehmen (zusätzlich zu ihrer indirekten Beteiligung als Fund-Anleger) eine attraktive zusätzliche Investitions-Möglichkeit sein. Der Vorteil für Limited Partners liegt dabei darin, dass sie direkt in den Entscheidungsprozess im Zusammenhang mit der Akquisition involviert sind, ohne dass die üblichen Gebühren für ein Funds-Investment anfallen.<sup>63</sup> Für PE bieten solche Co-Investments eine oftmals willkommene Gelegenheit, die Zusammenarbeit mit den eigenen Kunden zu intensivieren und von deren Knowhow und Kapital zu profitieren. Auch Co-Investments mit staatsnahen Funds können für PE interessant sein und kommen in der M&A-Praxis gerade bei grösseren Transaktionen regelmässig vor. Staatsnahe Co-Investoren beschränken sich in der Regel auf den Erwerb einer Minderheitsbeteiligung. Diese Investorengruppe hat für PE den Vorteil, dass sie sich üblicherweise eher passiv verhält und nur sehr begrenzt (wenn überhaupt) Einfluss auf die Governance der Zielgesellschaft nimmt. Daneben spricht oftmals die erhebliche Finanzkraft für staatsnahe Investoren. Ein Nachteil von staatsnahen Co-Investoren liegt allenfalls darin, dass sie regulatorische Abwehrreflexe auslösen können (insbesondere wenn sie aus politisch exponierteren Staaten kommen).
- Schliesslich kommt es regelmässig vor, dass PE gemeinsam mit den *Verkäufern* investieren.<sup>64</sup> Bei einer solchen Rückbeteiligung (sog. Rollover) erwirbt der Verkäufer typischerweise eine indirekte Minderheitsbeteiligung an der verkauften Zielgesellschaft. Dies geschieht in der Regel dadurch, dass der Verkäufer in einem ersten Schritt sämtliche Anteile an der Zielgesellschaft

---

<sup>62</sup> Ein Beispiel für ein Co-Investment mit einem anderen Finanzinvestor ist der 2019 von Nestlé vorgenommene Verkauf des Pharmaunternehmens Galderma an ein Konsortium bestehend aus EQT (ein PE) und dem staatsnahen Fonds ADIA für rund CHF 10.2 Mrd.; dazu die Website von ADIA, abrufbar unter <<https://www.adia.ae/en/investments/private-equity/portfolio/case-studies/galderma>>.

<sup>63</sup> Vgl. dazu ausführlich LIQID; ferner Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 73.

<sup>64</sup> Ein Beispiel dafür ist die 2021 annoncierte Rückbeteiligung der Kuoni und Hugentobler-Stiftung am Dienstleistungsunternehmen VFS Global im Zuge des Verkaufs durch EQT an Blackstone (beides PE), dazu die Website von Blackstone, abrufbar unter <<https://www.blackstone.com/news/press/blackstone-to-acquire-vfs-global/>>.

an das Akquisitionsvehikel des PE verkauft. In einem zweiten Schritt erwirbt der Verkäufer Anteile an einer Beteiligungsgesellschaft weiter oben in der Beteiligungskette. Ein solcher Rollover ist aus Sicht des PE oft wünschenswert, um die Interessen zwischen dem PE und dem Verkäufer bis zu einem gewissen Grad in Einklang zu bringen. Darüber hinaus ist es häufig ratsam, den Verkäufer auch aufgrund seiner Expertise und kommerziellen Kontakten weiterhin einzubinden.<sup>65</sup> Demgegenüber hat der Verkäufer oft selbst ein Interesse daran, an der zukünftigen Wertsteigerung der Zielgesellschaft zu partizipieren.<sup>66</sup>

b) *Ausgewählte Governance-Themen für PE und Co-Investoren*

Für den PE und die Co-Investoren sind neben den Bedingungen für den Erwerb der Zielgesellschaft Themen im Zusammenhang mit der gemeinsamen Governance des erworbenen Unternehmens relevant. Einige dieser (Post-Closing) Governance-Themen werden nachfolgend überblicksartig erörtert.

Aus rechtlicher Sicht ist die Zusammenarbeit zwischen dem PE und den Co-Investoren typischerweise in einem Aktionärbindungs- oder einem ähnlichen Vertrag<sup>67</sup> geregelt. Darin finden sich insbesondere Regeln zur Corporate Governance. Diese legen die Zusammensetzung des Verwaltungsrats der relevanten Beteiligungsgesellschaft und der gemeinsam gehaltenen Akquisitionsgesellschaft (einschliesslich betreffend Besetzung des Verwaltungsratspräsidiums) sowie Vetorechte auf Aktionärs- und Verwaltungsratsebene fest. Es wird oft auch vereinbart, wie das Management (insbesondere die CEO-Position) personell besetzt wird. Zudem räumt der Aktionärbindungsvertrag den Minderheits-Investoren in der Regel bestimmte Konsultations- und Mitspracherechte ein.

In Bezug auf die Zielgesellschaft und deren Weiterentwicklung während der Haltedauer gilt es die strategischen und operativen Weichenstellungen vorzunehmen. Dazu wird in der Regel eine sog. Strategic Roadmap sowie ein gemeinsamer Business Plan erarbeitet. Je nach Art des Co-Investors ist dieser in diesen Entscheidungsprozess mehr oder weniger stark eingebunden. Ein reiner Finanzinvestor wird sich dabei wenig oder gar nicht einbringen, während ein Corporate als Co-Investor diesen Prozess üblicherweise stärker mit-

---

<sup>65</sup> Vgl. dazu und zum Folgenden Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung, Rz. 123.

<sup>66</sup> Durch eine solche Rückbeteiligung lassen sich u.a. auch allfällige „Valuation Gaps“ zwischen Käufer und Verkäufer überwinden.

<sup>67</sup> Z.B. Partnership Agreement oder Term Sheet.

gestaltet. Im Zuge dieser Diskussionen werden regelmässig auch mögliche Add on-Akquisitionen, Restrukturierungen und Teilverkäufe zu prüfen und bereits zu vereinbaren sein.

Ein zentrales Governance-Thema ist die zukünftige Finanzierung der erworbenen Portfoliogesellschaft und ihres operativen Geschäfts. Dabei stellt sich regelmässig die Frage, welchen finanziellen Beitrag die Co-Investoren und allenfalls auch Fremdkapitalgeber für zukünftige M&A-Aktivitäten (Add on-Akquisitionen) und sonstige Investitionen zu leisten bereit sind. Zentral sind dabei auch Regeln zu einer allfälligen Kapitalerhöhung der Zielgesellschaft. Insbesondere ist in diesem Zusammenhang die Zuweisung und Ausübung der Bezugsrechte zu regeln. Allenfalls ist auch ein Catch up-Recht vorzusehen für den Fall, dass einem der Investoren eine Teilnahme an der Kapitalerhöhung vorerst nicht möglich ist, er aber zu einem späteren Zeitpunkt wieder Beteiligungsrechte erwerben möchte, um nicht verwässert zu werden. Weiter ist die Finanzierung im Falle eines Kapital- oder Liquiditätsengpasses zu regeln. All diese Themen sind insbesondere auch für Minderheitsaktionäre zentral, denn sie haben einen potenziellen Verwässerungseffekt, falls sie sich an einer Kapitalerhöhung nicht beteiligen können oder wollen.

Schliesslich sind im Aktionärbindungsvertrag Regeln für den späteren Exit vorzusehen. Typischerweise finden sich im Aktionärbindungsvertrag für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahre geltende Verkaufsverbote (sog. Lock up-Perioden), allenfalls auch mit Ausnahmeregeln (z.B. für den Fall eines attraktiven IPO-Fensters). In aller Regel wird sich der PE mit Mehrheitsbeteiligung ein Recht einräumen, andere Aktionäre zu einem (Mit-)Verkauf verpflichtet zu können (sog. Drag along-Recht). Dieses Drag along-Recht steht oft unter dem Vorbehalt eines bestimmten Mindesterloßes. Ferner finden sich in Aktionärbindungsverträgen allenfalls sog. Rollover-Rechte. Dabei handelt es sich um das Recht eines Minderheitsaktionärs, sich bei einem Exit durch den PE beim Käufer wiederum rückzubeteiligen. Diese Rollover-Rechte kommen insbesondere bei sog. Secondary Buyouts in Frage (d.h. bei einem Verkauf an einen anderen PE). Bei einem PE-Konsortium sind solche Rollover-Rechte nicht üblich. Anders sieht das z.B. bei einem wesentlichen Minderheitsaktionär aus, der zusammen mit einem PE eine kotierte Gesellschaft „privat nimmt“ und nicht daran interessiert ist, im Zeitpunkt des späteren Exits durch den PE seine Beteiligung ebenfalls verkaufen zu müssen. Verbreitet sind zudem auch Mitwirkungs- und Kooperationspflichten im Aktionärbindungsvertrag (z.B. im Hinblick auf einen Verkauf vorangestellte Reorganisationen, Gewährleistungen, Lock-up und Sell-down). Wichtig sind schliesslich Regeln über die Kostentra-

gung (insbesondere auch für den Fall, dass sich der Exit nicht materialisiert und die Kosten nicht vollumfänglich von der Portfoliogesellschaft getragen werden können).

## Literaturverzeichnis

Bain & Company, Global Private Equity Report 2024, <[https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain\\_report\\_global-private-equity-report-2024.pdf](https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global-private-equity-report-2024.pdf)>.

Benz Matthias, Für Farner wird die Schweiz zu klein: Erstmals seit Jahrzehnten wagt sich eine Schweizer Kommunikationsagentur wieder ins Ausland, NZZ vom 18. Januar 2022, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/farner-grosse-plaene-fuer-uebernahmen-von-agenturen-in-europa-ld.1665205>>.

Clauss Annika/Jäckle Christof/Strehle Emanuel P., § 54 Private Equity: Grundlagen und wirtschaftliche Bedeutung, in: Meyer-Sparenberg Wolfgang/Jäckle Christof (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, Planung, Gestaltung, Sonderformen, regulatorische Rahmenbedingungen und Streitbeilegung bei Mergers & Acquisitions, 2. A., München/Basel 2022, 1039 ff. (zit. Clauss/Jäckle/Strehle, Grundlagen).

Clauss Annika/Jäckle Christof/Strehle Emanuel P., § 55 Regulierung und rechtliche Rahmenbedingungen, in: Meyer-Sparenberg Wolfgang/Jäckle Christof (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, Planung, Gestaltung, Sonderformen, regulatorische Rahmenbedingungen und Streitbeilegung bei Mergers & Acquisitions, 2. A., München/Basel 2022, 1070 ff. (zit. Clauss/Jäckle/Strehle, Regulierung).

Clauss Annika/Jäckle Christof/Strehle Emanuel P., § 56 Besonderheiten bei der Durchführung von Private Equity-Transaktionen, in: Meyer-Sparenberg Wolfgang/Jäckle Christof (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, Planung, Gestaltung, Sonderformen, regulatorische Rahmenbedingungen und Streitbeilegung bei Mergers & Acquisitions, 2. A., München/Basel 2022, 1080 ff. (zit. Clauss/Jäckle/Strehle, Besonderheiten).

Clauss Annika/Jäckle Christof/Strehle Emanuel P., § 57 Vertragsgestaltung, in: Meyer-Sparenberg Wolfgang/Jäckle Christof (Hrsg.), Beck'sches M&A-Handbuch, Planung, Gestaltung, Sonderformen, regulatorische Rahmenbedingungen und Streitbeilegung bei Mergers & Acquisitions, 2. A., München/Basel 2022, 1114 ff. (zit. Clauss/Jäckle/Strehle, Vertragsgestaltung).

Corporate Finance Institute, Strategic vs Financial Buyer, Who is the best kind of buyer?, <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/strategic-buyer-vs-financial-buyer/>>.

Demos Telis, Credit Deals Are Going Private, Leaving Wall Street in the Cold, Wall Street Journal vom 29. Dezember 2022, <<https://www.wsj.com/articles/credit-deals-are-going-private-leaving-wall-street-in-the-cold-11672267837>>.

Dummett Ben/Cooper Laura, Private-Equity Giants Settle for Bite-Size Deals, Wall Street Journal vom 27. Juni 2023, <<https://www.wsj.com/articles/private-equity-giants-settle-for-bite-size-deals-1cd6ea00>>.

Feldges Dominik, Visp und Basel bleiben erhalten: Die Chemiesparte von Lonza soll auch unter neuer Eigentümerschaft nicht zerschlagen werden, NZZ vom 2. September 2021, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/visp-und-basel-bleiben-erhalten-die-chemiesparte-von-lonza-soll-auch-unter-neuer-eigentuemerschaft-nicht-zerschlagen-werden-ld.1600874>> (zit. Feldges, Lonza).

Feldges Dominik, Clariant kann endlich den Blick nach vorne richten, NZZ vom 14. Juni 2021, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/clariant-kann-endlich-den-blick-nach-vorne-werfen-ld.1630357>> (zit. Feldges, Clariant).

Frey Martin, Beteiligung und Incentivierung des Managements beim Buy-out, in: Gericke Dieter (Hrsg.), Private Equity II, Rechtliche, steuerliche und regulatorische Aspekte von Buy-out bis Exit, Zürich 2012, 33 ff.

Frick Jürg, Private Equity im Schweizer Recht, SSHW 272, Diss. Zürich 2008.

Gara Antoine/Louch Will, Private equity groups face investor scrutiny over tactics for returning capital, Financial Times vom 11. Oktober 2023, <<https://www.ft.com/content/a8a7f384-00ac-4cdf-9a54-c8fbc6b9db3d>>.

Gara Antoine/Platt Eric/Louch Will, Private equity: higher rates start to pummel deal-makers, Financial Times vom 1. November 2023, <<https://www.ft.com/content/8b4a5df6-7f6d-480f-8d20-55793854c37e>>.

Geyrhalter Volker/Zirngibl Nikolas, § 10 Legal Diligence, in: Jesch Thomas A./Striegel Andreas/Boxberger Lutz (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, 2. A., München 2020, 209 ff.

Hammer Benjamin et al., Do private equity firms pay for synergies?, vom 23. Februar 2018, <[https://industry.ehl.edu/hubfs/EHL/Private\\_Equity/PE\\_Materials/7\\_Hammer\\_Do\\_PE\\_firms\\_pay\\_for\\_synergies.pdf](https://industry.ehl.edu/hubfs/EHL/Private_Equity/PE_Materials/7_Hammer_Do_PE_firms_pay_for_synergies.pdf)>.

LIQID, LIQID Smart Letter vom Dezember 2023, <<https://www.liqid.de/smart-letter/private-equity-co-investments-eine-alternative-zu-klassischen-fonds>>.

Louch Will/Levingston Ivan, Private equity firms face worst year for exiting investments in a decade, Financial Times vom 22. Oktober 2023, <<https://www.ft.com/content/cf590028-d15c-4782-be2b-131fe08d703c>>.

Oguh Chibuike/Sen Anirban, Banking turmoil takes the leveraged out of the buyout, Reuters vom 23. März 2023, <<https://www.reuters.com/markets/deals/banking-turmoil-takes-leveraged-out-buyout-2023-03-23/>>.

The Economist, Private equity may be heading for a fall, The Economist vom 7. Juli 2022, <<https://www.economist.com/business/2022/07/07/private-equity-may-be-heading-for-a-fall>>.

Triebe Benjamin, 3 Milliarden Franken sind nicht genug: Der Schweizer IT-Riese Software One will unabhängig bleiben – die Börse straft ihn ab, NZZ vom 15. Januar 2024, <<https://www.nzz.ch/wirtschaft/software-one-kein-support-fuer-bain-kommt-die-feindliche-uebernahme-ld.1774323>>.

Tschäni Rudolf/Diem Hans-Jakob/Wolf Matthias, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, 3. A., Zürich 2021.

von Werder Andreas/Li Xianbei, Aktuelle Entwicklungen bei Managementbeteiligungsprogrammen im Rahmen von Leveraged Buy Outs, BB 2013, 1736 ff.

Wirz Matt, The New Kings of Wall Street Aren't Banks. Private Funds Fuel Corporate America, Wall Street Journal vom 8. Oktober 2023, <<https://www.wsj.com/finance/fed-rate-hikes-lending-banks-hedge-funds-896cb20b>>.

Zeisberger Claudia, Private Equity vs. The Strategic Acquirer, INSEAD Knowledge Blogbeitrag vom 16. April 2015, <<https://knowledge.insead.edu/strategy/private-equity-vs-strategic-acquirer>>.

